

资本之道系列丛书

# 公司治理之道

——控制权争夺与股权激励

( 第二版 )

马永斌 著

清华大学出版社  
北 京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目（CIP）数据

公司治理之道：控制权争夺与股权激励 / 马永斌著. — 2 版.  
— 北京：清华大学出版社，2018

（资本之道系列丛书）

ISBN 978-7-302-50975-2

I . ①公… II . ①马… III . ①公司—企业管理 IV . ① F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 186843 号

责任编辑：宋丹青

封面设计：谢元明

责任校对：宋玉莲

责任印制：杨 艳

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社总机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, [c-service@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质 量 反 馈：010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn)

印 装 者：

经销：全国新华书店

开本：185mm × 235mm 印 张：46.5 字 数：612 千字

版次：2018 年 8 月第 1 版 印 次：2018 年 8 月第 1 次印刷

定价：158.00 元

---

产品编号：080392-01

## 前 言

这是一本写给企业家、职业经理人和资本家的书。本书的重点读者群是企业做到一定规模或想接触资本运营的企业家，尤其是准备向资本家过渡的企业家。

公司治理是一种主要涉及三种人的游戏：企业家、职业经理人和资本家。公司治理的概念源自美国，主要着眼于股权分散的上市公司股东、董事、经理三者之间的权力分配和利益制衡关系，以解决职业经理人和董事会对股东利益侵占的问题，对经理人行为实施有效监督和制约，确保经理人行为合乎股东利益成为公司治理概念的核心内容。为解决以上问题，学者们使用了来自经济学、管理学、法学和金融学、政治学、组织理论的工具。市面上大多数关于公司治理的书，大都站在资本家的角度或学术研究的角度，诸多涉及上述各领域晦涩难懂的专业术语使得众多企业家望而生畏，很少能看到一本关于公司治理的书是写给企业家的。

我一直想为中国的企业家写一本能够被他们读懂的公司治理的书。在2010年的时候写过一本《公司治理与股权激励》，在这本书中，虽然我不再以学者常用的“局外人”视角进行研究，而是以纯粹的股东个体主义研究视角探讨公司治理理论在企业不同发展阶段的应用，注重企业价值的提升和可

持续健康发展。但是 EMBA 和 EDP 的同学看完我的书之后告诉我：“马老师，你的书还是太难了，看不懂！不如你课上讲的那样通俗易懂。”

反思同学的意见，我发觉自己在上一本书中虽然尽量不去关注公司治理制度本身，而是去挖掘公司治理制度设计背后的逻辑和方法论。但是还是没有抛弃西方公司治理的框架，在书中还是用了大量的曲线、图表和公式，同时书中也充斥着一些晦涩难懂的专业术语。

因此，我决定在上一本书的基础上，抛弃玄奥的公司治理术语，忘记大量的曲线、复杂的公式和图表，只是按照自己对公司治理的理解，站在我国企业家的角度，用通俗的语言写出一本让大家都能看懂的公司治理方面的书。

从一个企业家的角度来看，解决股东和股东之间相互“黑”的问题以及经理人“黑”老板的问题主要取决于四个方面的制度安排，即股权结构设计、公司章程设计、经理人约束机制设计和股权激励设计。思路是：首先，通过股权结构和公司章程配置股东对企业的控制权，以防止出现股东黑股东的问题。在此基础上，通过以董事会制度为核心的约束机制从基本上保护老板的资产。其次，通过股权激励这种“贿赂”的方式将经理人的利益和老板的利益长期捆绑在一起，就可以防止经理人黑老板的现象出现。

基于这种思想，本书的主要内容全部围绕着股权结构、公司章程、经理人约束机制和股权激励机制四个方面的制度安排，目的就是找到一种适合我国企业的公司治理之道。本书分为 10 章，具体内容如下：

第 1 章公司治理常识，开篇就提出自己对公司治理本质的理解，认为公司治理是管理企业各种关系的总和，具体来说，主要是解决三种“黑”与“被黑”的关系。本章详细描述了股东黑股东以及经理人黑老板这两种主要的公司治理问题是随着企业的发展而出现的，并且指出企业的制度创新、战略执行、投融资要成功，就离不开公司治理坚实的制度保障。

第 2 章公司治理制度的设计原则，讲述了公司治理制度设计的本质是为自

已找到一个适合的“防黑武器”。并且从管理学、经济学、金融学和人性的角度提出了寻找“防黑武器”的基本方法。

第3章股权结构与控制权争夺，揭示了一些上市公司圈钱的奥秘：一是通过金字塔股权结构、交叉持股和类别股份建立复杂的集团股权结构；二是使得控制性股东在上市公司的现金流所有权和控制权产生分离，并提出了解决这种问题的思路。

第4章章定权利与股东权利保护，讨论了股东“黑”股东的一种更普遍现象，也就是在控制权和现金流权并没有产生分离的情况下，大股东欺负了小股东，小股东该怎么办的问题。该章指出，对小股东保护的关键在于公司控制权的合理配置，其中最有效的“武器”有两个：一个是以《公司法》为代表的各种法律法规；另一个尤为重要的是以公司章程为代表的股东自治文件。

第5章经理人道德风险的五道基本防线，从公司治理体系入手，比较分析了中国治理模式的有效性，并且提出防止经理人黑老板的五道基本防线，即股东大会制度、董事会制度、信息披露制度、独立的外部审计制度和公司控制权市场，这五道防线起到的是对经理人的约束作用。其中花了较大篇幅讨论五道防线中的核心董事会制度。

第6章董事会制度的应用实践，在上一章的基础上，本章是以董事会制度为核心，讨论如何在实践中应用经理人道德风险的五道基本防线。重点介绍构建高效董事会的具体步骤和方法；给出了如何将源起上市公司的董事会制度用于非上市公司的逻辑和方法，并且指出了在不同发展阶段董事会制度的应用策略；利用平衡计分卡解决了外部董事时间有限、精力有效而难以做出有效决策的困境；指出董事会制度对于规模越大的企业越有用，并且介绍了董事会制度用于集团管控的方法。最后，介绍了一种适用于董事会制度、集团管控的控制模式。

第7章经理人道德风险的关键防线，指出了股权激励强大的约束性来源

于方案本身的内在约束性和外在附加条件以及股权激励的目的；介绍了经理人报酬的发展趋势，给出了实施股权激励的原则；并且重点介绍了公司为了“一股就灵”、防止“一股就死”，必须遵循的前提条件；从实践的角度强调了在股权激励实施过程中必须做到的“六个一定”，以及特殊情况发生时如何调整或处理股权激励计划。

第8章股权激励的最优模式设计，介绍了9种股权激励的基本模式，总结出每种模式的特点、内涵和适用条件，并指出，最优的模式一定是从企业自身实际出发，利用9种模式进行组合创新而得到的。本章对如何组合创新也给出了原则、方法和思路。

第9章股权激励典型案例分析，选取了在中国20多年的股权激励实践中具有典型代表意义的7个案例进行分析，了解我国的企业是如何根据不同行业特点、发展阶段将9种模式“用活”的。对本章的内容主要关注两点：一是现实中的股权激励最优模式是如何设计出来的；二是需要用动态的眼光关注股权激励是如何推进企业做强做大的。

第10章股权激励七定法，根据作者的咨询实践总结出制定股权激励的7个步骤，并详细介绍了如何科学合理地确定股权激励的对象、适合企业的股权激励模式、股权激励的业绩标准、激励股份的数量和比例、行权价格或股份价格计算公式、激励股票的来源和购股资金来源、股权激励计划中的时间安排。

最后需要指出的是，本书唯一的写作目的就是让公司治理这门玄奥的学科能在我国企业真正落实，希望每一位企业家在读完本书之后都获得一定的帮助并产生这样的自信：公司治理其实并不复杂，凭我自己的能力照样可以游刃有余。

马永斌

2012年12月

# 目 录

## 第 1 章 公司治理常识

- 1.1 公司治理的三种关系 / 003
- 1.2 投资、融资和公司治理 / 004
- 1.3 战略执行、创新和公司治理 / 011
- 1.4 经理人黑老板问题的产生 / 017
- 1.5 股东黑股东问题的产生 / 024
- 1.6 公司治理问题的类型 / 031

## 第 2 章 公司治理制度的设计原则

- 2.1 两个故事引发的思考 / 035
- 2.2 人性假设与制度安排 / 041
- 2.3 权利分配、程序主义和相互制衡 / 046
- 2.4 公司治理与公司管理相融合 / 048
- 2.5 三个对等统一原则 / 051
- 2.6 “资本+知识”的利益分配模式 / 058
- 2.7 制度有效性的判断原则 / 060

### 第 3 章 股权结构与控制权争夺

- 3.1 控制权私利与股东剥夺 / 065
- 3.2 集团股权结构与剥夺动机 / 073
- 3.3 剥夺的秘密与控制权配置 / 083
- 3.4 剥夺典型案例：众合机电的前世今生 / 105
- 3.5 解决“小”股东剥夺问题的基本思路 / 113

### 第 4 章 章定权利与股东权利保护

- 4.1 股东的主要法定权利 / 123
- 4.2 章定权利的重要性 / 132
- 4.3 公司章程和股东协议 / 138
- 4.4 章定权利的主要内容 / 143
- 4.5 小股东能否告赢大股东 / 160

### 第 5 章 经理人道德风险的五道基本防线

- 5.1 公司治理体系与经理人道德风险防线 / 183
- 5.2 第一道基本防线：股东大会制度 / 195
- 5.3 第二道基本防线：董事会制度 / 215
- 5.4 第三道基本防线：信息披露制度 / 288
- 5.5 第四道基本防线：独立的外部审计制度 / 314
- 5.6 第五道基本防线：公司控制权市场 / 325

## 第 6 章 董事会制度的应用实践

- 6.1 构建高效董事会的十个关键问题 / 351
- 6.2 解决外部董事受制于“时间有限、信息有限”的困境 / 374
- 6.3 董事会制度在非上市公司中的应用 / 386
- 6.4 董事会制度在集团管控中的应用 / 392
- 6.5 高效而合理的控制模式 / 396

## 第 7 章 经理人道德风险的关键防线

- 7.1 股权激励为什么是关键防线 / 411
- 7.2 “三金之术”与股权激励的目的 / 430
- 7.3 什么样的公司适合做股权激励 / 439
- 7.4 经理人报酬结构的现状和趋势 / 446
- 7.5 设计和实施股权激励的关键要点 / 456
- 7.6 特殊情况下股权激励计划的调整办法 / 481

## 第 8 章 股权激励的最优模式设计

- 8.1 股票期权 / 491
- 8.2 期股 / 503
- 8.3 业绩股票 / 511
- 8.4 干股 / 516
- 8.5 限制性股票 / 519
- 8.6 虚拟股票 / 522
- 8.7 股票增值权 / 527
- 8.8 延期支付 / 530

- 8.9 员工持股计划 / 535
- 8.10 最优模式设计 / 539

## 第 9 章 股权激励典型案例分析

- 9.1 慧聪的全员劳动股份制 / 563
- 9.2 联想干股转期权的演变 / 576
- 9.3 正泰的股权稀释之路 / 590
- 9.4 万科股权激励计划的成与败 / 602
- 9.5 TCL 的股权激励 / 621
- 9.6 广厦集团的按揭购股与反向持股计划 / 633
- 9.7 华为的虚拟股变革 / 637

## 第 10 章 股权激励七定法

- 10.1 定对象 / 662
- 10.2 定模式 / 663
- 10.3 定业绩 / 663
- 10.4 定数量 / 679
- 10.5 定价格 / 687
- 10.6 定来源 / 696
- 10.7 定时间 / 706

参考文献 / 715

附录：来自读者的真实评价 / 723

后记 / 729

## 第 1 章

# 公司治理常识

- 1.1 公司治理的三种关系
- 1.2 投资、融资和公司治理
- 1.3 战略执行、创新和公司治理
- 1.4 经理人黑老板问题的产生
- 1.5 股东黑股东问题的产生
- 1.6 公司治理问题的类型



公司治理是什么？“法人治理结构、股东大会制度、董事会制度、监事会制度、信息披露制度、独立的外部审计制度、公司控制权市场争夺、股权激励制度……”，这是最常见的回答。

这些常见的回答只是解释了公司治理的“形”，而并没有抓住公司治理的“神”。从本质上来说，公司治理是管理企业内各种关系的总和。具体来说，主要是解决三种“黑”与“被黑”的关系。公司治理研究“黑”的目的就是为了找到一个适合自己的“防黑武器”。

## 1.1 公司治理的三种关系

在我给 EMBA 和 EDP 学员上课的时候，每次一开始上课就会提出的第一个问题就是：“公司治理是什么？”

学员的回答基本上是：“公司治理是法人治理结构，是董事会制度、独立董事制度、监事会制度、信息披露制度、独立的外部审计制度、经理人的股权激励制度等等。”

对于学员的以上回答，我的评价是“既是对的，也是错的”。之所以是对的，是从学术的角度来说，公司治理结构就是法人治理结构。而且董事会制度、独立董事制度、监事会制度、信息披露制度、独立的外部审计制度和股权激励制度等确实是上市公司公司治理制度的具体表现形式。

但是之所以说这种答案是错的，原因是这种回答并没有解释清楚公司治理为什么会表现为这些制度形式？这些源自上市公司的制度为什么难以用到非上市公司？公司治理到底要解决企业发展中的什么问题？

其实，公司治理并不像人们想象中那么神秘，它的本质非常简单。公司治理主要涉及三种人之间的游戏：企业家、职业经理人和资本家（在我国为资

本出资者，即投资人等）。公司治理的本质是管理企业内各种关系的总和，具体来说就是解决三种“黑”与“被黑”的关系问题。首先要解决的是股东之间互相黑的问题；其次是要解决经理人黑老板的问题；最后是要解决公司的实际控制人黑利益相关者的利益问题，这里主要指的是债权人保护问题。

前两类问题的解决在学术上被称为狭义的公司治理，将第三类问题加上就是广义的公司治理。由于本书的出发点是站在企业家的立场，因此只讨论狭义的公司治理，即作为一个老板，如何防止其他股东来“黑”自己，主要涉及股权结构设计、控制权争夺、公司章程制定等主要问题；同时还要防止经理人“黑”自己，主要涉及董事会制度、信息披露制度和股权激励等内容。

正确地理解公司治理是非常重要的，因为源自美国上市公司的各种各样的具体公司治理制度形式对于中国很多上市公司都是水土不服的，对于非上市公司基本上是没有用的。但是这些制度设计背后的逻辑和方法论对于所有公司都是有用的，因此，公司治理要真正落地，必须关注这些制度“为什么是这样”，而这些制度具体“是什么”并不重要。

近年来，我国企业对公司治理自发的需求较大。在前些年的 MAB 和工商管理 EDP 培训课程中，公司治理课程是可有可无的。但是近年来，所有的 EMBA 和金融投资 EDP 培训都将公司治理作为必修课程。这是为什么呢？公司治理在企业发展过程中到底发挥着什么样的作用呢？为了搞清楚这个问题，我们首先讨论一下“我国企业未来和现在最重要的事情是什么？”这一问题。

## 1.2 投资、融资和公司治理

我国企业未来最主要的挑战是什么？答案就是投资、融资和公司治理三件事，这是解决我国企业由“走”到“跑”的关键。在这三件事中，投资和融

资无疑是关键的，但是投融资的成功必须有公司治理作为制度保障。

### 1.2.1 投资与公司治理

企业在发展过程中，总会发现一些新的投资机会，最简单的投资就是将企业的净利润投入再生产中，也就是有多少钱办多少事，将企业“滚雪球”式地慢慢做大。在我们将一个只有几十人规模的小企业做到几千人、上万人的大企业过程中，在我们将一个企业做成集团公司，在全国都设立分支机构的过程中，什么是关键呢？最重要的就是企业的管理要跟得上。我们经常看到很多民营企业和家族企业，由于管理跟不上，导致公司死掉的情况。而管理要“跟得上”更直接的说法就是企业家要对经理人能够实施有效的监控。

#### 【案例 1.1】为什么放弃招商引资的优惠

2006 年，我应宁波一个商会之邀，给该商会的企业家上了两天课。上课期间，该商会的一个副会长全程陪同我。从他那儿获悉，当时宁波的用工成本已经很高，很多企业已经将生产基地搬迁到江西等地。副会长说他也打算将生产基本外迁，搬到成都去。成都的一个区正在搞招商引资，答应在土地和税收两个方面给以优惠。在地方政府的招商引资中，土地价格优惠直接就降低了企业的成本，而税收的优惠则直接增加了企业的净利润，这一点对于副会长是相当有吸引力的。

2008 年，副会长到北京出差，顺路来看我。我问他：“成都的子公司投产了吗？”副会长告诉我：“放弃了。”我问：“为什么？是不是政府的领导换人了？”他说：“没有换人。主要是有个问题我觉得解决不了，所以我放弃了。”我继续追问：“是什么问题解决不了？”

他说：“马老师，你看我现在企业已经很大了，我已经不可能像刚创业的

时候那样亲力亲为，整天盯着下面的经理人。但是我这些年一直坚持一个习惯，就是每周一定要下去转一圈。其实转这一圈我什么东西都看不见，但是给经理人的感觉是我整天在盯着他们。这样他们就不敢不努力工作。现在，我在成都设立一个子公司，总部还在宁波。我不可能每周都去成都，一个月去一次就不错了，去了之后一定忙着开会、签文件，哪有时间下去转？在这种情况下，我如何保证经理人能够玩命干？我如何保证他们不把我的资产变成他们的资产？”

听完他的话，我有点感受。首先，我非常佩服这个副会长的理性。因为他意识到在企业不断做大过程中的一个关键问题：如何解决好对经理人的管控。他感觉自己解决不了这个问题，因此放弃了优厚的招商引资机会，避免了很多企业盲目做大而招致的失败。其次，我感觉很郁闷。其实这个问题并不难解决，公司治理解决的第二个“黑”的关系就是这个问题。我专门被他请去上了两天课还出现这个问题，要么是我没有讲明白，要么是他没有好好听课。

我想通过这个故事传递这样一个信号：企业家的投资最终要获得成功，必须解决好对经理人有效监督的问题。就是在老板不能亲力亲为监督的时候，找到防止经理人“黑”老板的一个有效武器。这是直接关系到公司能否可持续健康发展的关键所在。

### 1.2.2 融资与公司治理

企业在发展过程中总会缺钱，这时候就需要进行融资。融资从来源的角度主要可以分为内源性融资和外源性融资。内源性融资是指企业通过内部积累的方式实现的融资，包括原始资本投资、利润转投资和折旧。这种融资方式

对于企业家的好处就是成本最小，风险也最小。但是它的缺点也很明显，光靠企业自身积累将企业做大需要非常长的时间。

因此，更多的企业家将目光转向了外源性融资。外源性融资是企业通过一定的途径或借助某种金融工具获得他人的资金，主要包括债权融资和股权融资。债权融资的典型形式就是银行贷款，股权融资就是企业家将一部分股份转让给外部投资者来获得企业的发展资金。

与股权融资相比，债权融资的特点是“钱不好拿但是好用”。企业到银行贷款，银行首先要审核贷款项目的可行性，然后要求企业有相应的资产做抵押，或者由其他公司进行担保。2008年金融海啸时，长三角地区的中小企业成片倒下的主要原因就是企业之间连环担保。2008年后，商业银行出于保护自己资产的安全，在贷款给民营企业的时候，除了正常的抵押之外，还需要和企业家个人签署一个无限责任担保合同。这就意味着，如果企业破产了，那么企业家必须用自己的资产还债，这样他们很有可能就会赔得倾家荡产。这种做法迅速被我国商业银行所采用。这加大了民营企业和家族企业老板的风险，所以银行的钱是不好拿的。但是凡事有弊就有利，银行的钱是比较好用的。比如一个企业以扩大生产购买设备为由从银行贷款5 000万元，银行将钱给企业后肯定只希望专款专用，5 000万元只能用于购买设备。虽然银行有着各种各样的手段进行监督，但是作为债权人的银行不可能对企业进行实时监控，在保证能还上钱的情况下，如果企业将5 000万元挪作他用，银行也就睁只眼闭只眼了。虽然银行的钱好用，但是由于不好拿，对于企业家来说风险太大。因此越来越多的企业家将目光盯住了股权融资。

与债权融资相比，股权融资的特点是“钱好拿但是不好用”。如一个股份公司要进行股权融资，首先要核算企业净资产，比如净资产核算为750万元，设置总股本为750万股，每股的价格就为1元。简单的股权融资操作就是以增资扩股的方式引入外部投资者，比如定向向某一投资者发行250万股股份，

该投资者将相应的资金投入企业，占 25% 的股份，企业家占 75% 的股份。那么，投资者应该向企业投入多少资金呢？是 250 万元吗？

如果是以 250 万元的资金投入，占 25% 的股份，该企业的融资基本上是失败的。在企业的早期，一般是以溢价 2~3 倍投入，即公司的股价是 1 元 1 股，但是对投资者增发的股份 2~3 元 1 股，投资人要占 25% 的股份，需投入 500 万~600 万元；在快速成长期，即 VC 重点投资阶段，一般溢价 5~8 倍，投资人要占 25% 的股份，需投入 1 250 万~1 500 万元；在 Pre-IPO 阶段，即 PE 重点投资阶段，一般溢价 10~15 倍，投资人要占 25% 的股份，需投入 2 500 万~3 750 万元。

以上的融资结果，想想都是激动人心的，但如何才能成功实现溢价融资呢？除了成长阶段之外，关键取决于企业家“讲故事”的水平。在投融资市场上，融资者忙着“讲故事”，投资者忙着“听故事”。融资者想要一个较高的溢价价格，必须将“故事”讲好。融资者讲的“故事”由两个部分构成：纪实文学和玄幻小说。故事的上半部分是报告文学，基本上是按照尽职调查的内容去讲，也就是要将企业如实做一次盘底：公司的历史、高管团队的组成、项目背景、盈利情况、资产情况、公司治理情况等。这一部分是企业的真实情况反映，千万不能作假，否则尽职调查就能使作假原形毕露。而且企业家也没有必要在这部分作假，因为没有任何一个潜在投资者会根据你的纪实文学给你投资，他们更感兴趣的是你故事的下半部分——玄幻小说。

融资的溢价倍数主要取决于故事的下半部分玄幻小说。第一，要有一个远大的理想，为投资者描述按照你设计的商业模式，企业将会快速地成长；第二，要让投资者相信：你已经规划好与商业模式相配合的资本战略和实业战略，已经拥有与企业战略实现相匹配的关键性稀缺资源，这些资源都是用钱买不到的，如人脉、政策、人才等；第三，为了实现企业战略目标，管理流程已经得到了优化；第四，为了实现这个目标，管理团队已经经过市场的检

验，而且为了将团队和企业捆绑在一起，企业已经对他们实施了股权激励。

“故事”讲到这里基本上就成功了，投资者的反应往往是：企业的过去证明企业的商业模式是可行的，企业家又有明确的战略思路，而且战略实现所需要的所有关键性稀缺资源企业家都拥有了，这个时候再不进入，以后可能就没有机会了，而且越早进入，未来的投资回报率就会越大。企业家就会以一个非常高的溢价倍数实现成功的股权融资，因此我们说股权融资的钱是好拿的。

但是股权融资的钱是不好用的。投资人之所以愿意以溢价的方式入股企业，一定是被企业家所讲的“故事”吸引，对企业的未来产生了美好的憧憬。但是如果企业家的“故事”纯粹是“玄幻”的，只是以忽悠的方式将投资人的钱圈到手里，投资人将会血本无归。为了保护自己投入资金的安全，投资者在以溢价方式入股的同时，会向企业家索要与其股份比例并不相称的控制权，如董事会席位、累积投票权等。其中最常见的是是一票否决权和对赌协议。

一票否决权是指投资人从保护自己利益的角度出发，要求在公司章程里事先作好约定，投资人不参与企业日常经营，但是在公司一些重大事项上具有一票否决权。所以我们经常说风险投资机构是“say NO”先生。由于每个投资人的要求不同，每个企业的具体情况不同，重大事项的约定也各有不同。约定的重大事项范围包括但不限于对公司高管人员的聘请和员工的激励机制、对外投资和担保、重大资产购置、增资扩股、股权出售限制、董事席位变化等。

对赌协议是投资人对企业家的一种非常严厉的激励约束机制。为了防止企业家的所讲的“故事”是杜撰和编造的，投资人在决定投资的时候，尤其是在溢价倍数较高的时候，会要求企业家签署对赌协议。如果企业在未来几年将“故事”中的目标都实现了，投资人将约定数目的股份或现金给企业家作为奖励；反之，如果未来几年企业的目标实现不了，企业家必须将同等数目

的股份或现金给投资人作为补偿。

相对于一票否决权，对赌协议要可怕得多。一票否决权是投资人在公司重大事项上争取话语权，推动企业向规范的角度发展。而对赌协议则是让企业家只有一条路，即只能赢不能输，因为输了就真输了。对赌协议对投资人来讲是稳赚不赔的，如果输了，虽然要对企业家兑现约定数目的股份或现金奖励，但是投入资本的增值部分将远远大于其付出的奖励；如果赢了，虽然企业家“故事”里的目标没有实现，投入资本有可能贬值，但是只要情况不是太糟糕，企业家付出的补偿部分就足以弥补。

企业家是否可以不答应投资人的要求呢？当然你可以不答应，结果就是投资人也不会把钱给你！

而且投资人把钱给你之后，就会要求你的企业快速发展，以实现投资人“快速增值、快速回报、快速退出”的投资目的。为了实现这个目的，最好的方式就是在企业快速发展的前提下上市，或者将企业卖给上市公司。这样，企业就必须按照监管当局的要求建立公司治理结构，如设置股东大会制度、董事会制度、信息披露制度等。在公司治理结构建立过程中，实际上就是控制权在不同股东之间的一个再分配过程。专业的投资人对于公司治理的游戏规则是非常熟悉的，而不熟悉这些游戏规则的企业家可能就会吃大亏：以较高的溢价倍数融到了资金，从股份比例上看，自己还是绝对控股大股东，但是发觉公司自己说了不算了。

股权融资的钱是好拿的，因此众多企业家现今都将目光聚焦于此。但是，一旦投资人决定将钱投入企业，这个企业就不再是企业家一个人的了，而是大家的。因此，一定要对此有充分的心理准备，并且要在此基础上熟悉公司治理中关于控制权的游戏规则设计，这一点是融资最后成功的关键所在。成功股权融资的标志是：在不过多丧失控制权的前提下，获取尽可能大的溢价倍数。

## 1.3 战略执行、创新和公司治理

讨论完未来，再看看现在。我国企业现在最重要的挑战是什么？答案是战略执行、创新和公司治理。从表面上看，我国企业现在面临的主要问题是战略执行和创新的问题。但是从深层次看，战略执行要落到实处、企业创新要实现，都离不开公司治理的制度保障。

### 1.3.1 战略执行与公司治理

我国企业并不缺乏战略，中国人性格中有喜欢“论道”的特点，所以我国的企业家对自己的企业都会有一个短期和长期目标，知道自己企业在这个行业中所处的位置，所占的市场份额等，都会有一个简单或复杂的战略规划。我国企业缺的是战略执行，我国企业跟外国优秀企业的差异在于缺乏一个战略实施的分解、实施和控制系统。

这里讲的战略执行和一些培训班讲的个人执行力提升不是一回事。红遍中国培训界的“执行力”课程强调的是员工的个人执行能力和执行意愿的提升，尤其是强调个人执行意愿的提升，这种观点对个人来说是正确的，因为通过终身学习来不断提升自己正是当今时代的一个特点。但是，仅仅依靠个人执行能力和执行意愿的提升是解决不了我国企业的战略执行问题的。

“执行力”一类课程也许对于西方一些国家是重要的，但是对于我国企业并不是很重要，因为个人意愿实际上就是对权威的敬畏，而我们中国人对权威本身就是很敬畏的。中国传统文化中有着官本位文化的传统，表现在企业中，就是每个人都想当老板；当不了老板就通过好好干得到提拔，升迁到中层或高管。但一个企业中，老板、高管和中层毕竟是有限的，当不了怎么办？在中国，当不了一官半职，反过来就会对权威非常敬畏，这就是和官本

位文化传统相对应的人的奴性。大多数中国人身上都有这种奴性，我们对于权威都是很敬畏的，因此，我国的企业其实并不缺个人执行力，只要老板把任务交代明确，经理人和员工是非常愿意保质、保量完成任务的。

那我们缺什么？我们最缺的是把整个企业通过战略的分解、实施和控制等各个环节，整合成一个整体，这是企业从“人管人”到“制度管人”转变的关键。一些企业老板为了学习国外企业的管理经验，高薪挖一个国外的职业经理人过来。结果都以失败而告终。这些国外经理人在我国遭遇滑铁卢的原因与其说是不适应中国国情，倒不如说是不适应中国企业的制度环境。

我国企业和国外公司的战略执行框架是不一样的，大多数我国企业目前还处于“人管人”的阶段，中国企业的成功 70% 是企业领导者个人成功的体现；而国外的大企业大多建立了“制度管人”的环境，这种制度环境很重要一个特点就是任务分解体系做得非常细致和到位，国外企业的成功更多是制度成功的体现。一个国外的经理人过去的成功说明他的能力很好地契合了本国企业的制度环境，但是他很难把成功移植到中国企业来，原因就在于战略执行的框架是不一样的。

而如果把重心放在员工的执行力上，客观上推卸了作为企业家的老板的责任。在绝大多数中国企业从“人管人”到“制度管人”的转变过程中，需要做的实际上就是把企业家的个人能力通过制度转换成企业的能力，从而将企业家的成功演变成企业的成功。具体到战略执行来讲，需要将企业看成一个整体，将企业分解成完成任务的若干环节，每一个环节的执行都是为了完成最终任务，并不需要每个环节都很强，而是需要他们协同合作。战略执行中的任务分解、实施和控制体系就是要把个体上能力可能并不是很强，但是都能完成任务的人整合在一起。这个工作靠什么来保证呢？

战略执行的分解、实施和控制体系主要由三个系统构成：绩效控制系统，也就是 KPI 控制系统，属于战略执行的微观层面；组织结构设计，涉及经营

权力配置和流程优化等问题，属于战略执行的中观层面；公司治理结构，涉及股东、董事会和经理层的制衡机制和利益分配机制，属于战略执行的宏观层面。<sup>①</sup>

目前，我国大部分企业都有了绩效控制系统；大多数国有企业的组织结构设计也没有多大问题，但绝大多数民营企业都缺乏一个行之有效的组织结构；很多企业的公司治理都无法保障战略的顺利实施。

想要使得我国企业的战略执行真正落地，将战略规划和战略思想分解成每一年、每一季度、每一月甚至每一周的任务和预算，必须同时解决好绩效控制系统、组织结构设计 and 公司治理结构设计，三者缺一不可。而公司治理结构无疑又是企业家比较陌生却非常重要的话题。在战略执行的落地过程中，一个公司必须解决好股东层面、董事会层面和经理人层面的制衡和决策机制。在兼顾公平和效率的前提下，规定好经理人层面、董事会层面和股东层面各自决策的内容、顺序和权力。解决好公司治理结构问题，战略执行在企业的宏观层面就有了制度保障。

因此，公司治理结构是企业战略执行真正落地绕不过去的一道坎。

### 1.3.2 创新与公司治理

持续创新对于企业健康发展是非常重要的。对企业来讲，创新包括技术创新、市场创新和管理创新三个层面。在这三个层面的创新中，按常人的理解，技术创新和市场创新最重要，因为一个新专利或一个竞争对手较少的新市场都会给企业带来极大的成长空间。但事实上最重要的是管理创新或者叫作制度创新，因为它能增强一个企业的组织执行力，较大地提升组织效率和效益，

---

<sup>①</sup> 关于组织结构和公司治理结构可以这样来理解：组织结构设计解决的是公司 CEO 之下的事，公司治理结构解决的是 CEO 之上的事。

保障企业健康可持续的发展。管理创新是三者中最难实现的。

如今，企业家都不停地在各种各样的 EMBA 和 EDP 培训班中学习，寻找管理创新的方法。在这些培训班上授课的讲师，大多数都是既有西方理论功底，同时又具有丰富的中国企业实践经验。但是，又有多少企业家能将课堂的知识应用到企业中呢？答案是很少。为什么会这样？

管理创新过程中，有大创新和小创新之分。小的创新还好一点，企业稍微有个阵痛期，就会进入良性发展，中国企业成功的管理创新大部分都属于不伤筋骨的小创新。如果在管理创新过程中，做的变动大了，实际上就变成了企业变革了，这时想要获得变革成功就不容易了。因为这个时候最需要解决的不是管理创新本身的问题，而是其背后隐藏的复杂利益问题。

反思一个企业的管理创新或一个国家的改革，无论其结果是好还是坏，为什么总有人支持？有人反对？什么样的人支持？什么样的人反对？这些答案的根源都是利益。在创新过程中，有些人的利益遭到了损害，或者失去的利益大于得到的利益，那么他们一定会持反对意见；如果既得利益增加，那些人就会支持企业创新。因此，管理创新要成功，关键是要有一个良好的利益平衡机制。

### 【案例 1.2】杰克的管理创新为什么成功

杰克被一家陷入成长停滞的上市公司聘为 CEO。公司市值大约是 140 亿美元，销售收入是 268 亿美元。这家已经有 117 年历史的公司机构臃肿，等级森严，对市场反应迟钝，已经成为一个典型的官僚组织，在全球竞争中正走下坡路。

按照杰克的理想，在全球竞争激烈的市场中，只有在市场上领先对手的企业，才能立于不败之地。杰克发现，该公司的管理层级多达 12 层，高级经理人的管理跨度多达 18 人，这是导致执行效率低下的根本原因。于是杰克首先

着手改革内部管理体制，减少管理层次和冗员，将原来12个层次减到7个层次，并撤换了部分高层管理人员，并且将每个高级经理人的管理跨度从18个人减到8个人。

杰克设计的方案从组织结构设计和组织行为学的角度来看是完全正确的。从组织结构设计来看，组织层级的减少就是组织结构扁平化的过程，这将使得信息在组织传递中的损耗减少，执行效率将得到较大提升。但是组织层级的减少也意味着大量的管理人员被裁掉，杰克在这次调整中共裁了两万多人，其中两千多人是高级经理人。这种裁员方式实际上是企业主动的战略性裁员，对一般员工的补偿很简单，按照法律多支付几个月的工资就可以了。但麻烦的是两千多名高级经理人的补偿，如果只是按照法律补偿几个月的工资，这些高管人员肯定心存不满，跳槽到竞争对手那里，会将自己所掌握的技术、渠道等各种机密泄露出来。那杰克的麻烦就大了！如何能够让这两千多名高级经理人“高兴地离开”，而且离开之后还盼望公司越变越好，这是杰克面临的巨大挑战。

管理跨度指的是每个人直接管理的下属人数，美国组织行为学教科书的标准答案是5~7人，如果管理跨度过大，管理人员的精力将顾不上，最终导致执行效益降低。杰克将高级经理人的管理跨度从18人减到8个人，从理论上讲也是对的。但是将组织结构扁平化和减少管理跨度两件事放在一起做，本身就是矛盾的。管理层级的减少意味着留下的管理人员就需要多分担一些管理工作，但杰克不仅不让多管，而且还减少了管理跨度。这个矛盾的根源在于企业的控制权体系没有发生改变。为了让组织结构扁平化和减少管理跨度两件事获得成功，必须将企业原来的控制权体系摧毁重建。但这件事是非常难的，因为它涉及所有管理人员的既得利益，没有一个很好的利益平衡机制是不可能实现的。

我们以杰克是如何成功裁掉两千多名高级经理人来剖析其管理创新成功

的关键。要让这些高级经理人“高兴地离开”，就需要一个令人心动的离职补偿方案。对于利益补偿来说，最主要的是两个问题：给多少和如何给。首先，杰克对这些高级经理人的补偿总额并不是法律所规定的几个月工资，而是针对竞争对手的报酬情况，决定给予离职高级经理人的补偿金额是近5年在公司的收入总和。高级经理人的收入每年为20万美元，5年总和就是100万美元。按照当时美国的购买力来看，100万美元可以在美国大多数地方购买一座相当不错的别墅和两辆好车，还可以剩下10万~20万美元。这个利益补偿力度是相当巨大的，足以让高级经理人“主动而且高兴地离开”。

利益补偿的第二个关键问题是如何给的问题。如果一次性补偿了100万美元，被裁掉的高级经理人确实是安静离开了。但是，如果他到了竞争对手那里，在新的利益诱惑下，很有可能依然会泄露公司的机密，结果就是杰克养了一批白眼狼。如此看来，一次性的离职补偿是不行的，那么就分期给吧。先签订一个保密协议和禁业协议，然后每年公司派人查，在没有违反协议的前提下支付每期的补偿。这种思路从逻辑上看是对的，但是实际中却是没有效果的。保密协议和禁业协议，在实践中最大的作用是威慑，主要用于打官司。从管理的角度来讲，需要查清离职的经理人是否违反协议的成本是非常大的。那么，杰克该怎么办呢？

杰克的方法是：100万美元中只有15万美元支付现金，剩余的85万美元以限制性股票的方式支付。具体做法如下：由公司将85万美元的补偿金在二级市场购买公司股票，锁定3年，在锁定期内离职的经理人享有分红权，3年之后，股票真正归经理人所有。杰克的做法是非常高明的，15万美元的现金足够美国中产阶级一个家庭体面地生活一年，满足了经理人家庭生活的需求。经理人更加看重的是限制性股票补偿，今天的限制性股票价值85万美元每年，3年之后呢？从理论上讲，可能是8.5万美元，也可能是85万美元，还有可能是850万美元，其结果取决于企业价值的增长。在此过程中，如果离

职的经理人到竞争对手那里去工作，会泄露公司的机密吗？由于杰克给离职经理人的补偿比竞争对手的薪酬具有竞争力，因此是不可能此类事件发生，因为经理人们还希望3年之后自己今天价值85万美元的限制性股票升值到850万美元。而3年之后，离职经理人手里的机密也就不再是机密了。

杰克的成功关键在于将离职经理人的利益和企业未来的利益捆绑在一起，非常好地解决了利益平衡的问题。杰克的做法实际上就是公司治理中股权激励的一种做法——“金色降落伞”计划。在管理创新和企业变革过程中的利益平衡，尤其是对于高管人员的利益平衡，用传统的给钱的方法是难以奏效的，而公司治理中的股权激励机制是专门高效解决此类问题的。

## 1.4 经理人黑老板问题的产生

当信息不对称、监督困难、利益不一致这三个条件在老板和经理人之间同时成立时，就一定会出现经理人“黑”老板的问题。

并不是企业发展的各个阶段都存在公司治理问题，在创业阶段企业很少会出现公司治理问题。任何一个企业在其创业的最初阶段，一般不会请职业经理人，企业家既是老板又是经理人，是企业的灵魂，拥有很高的权威。员工不会太多，也就20来人。这时候管理对于企业家来讲，是件非常容易的事情：信息在老板和员工之间基本上是对称的，而且对员工面对面的监督也是比较容易的。老板不仅对公司的信息基本上都掌握了，而且对每个员工的能力、性格，包括谁家有什么事都弄得很清楚。比如老板会记住所有员工的生日，到员工过生日的时候会包一个红包，吃顿饭，唱唱歌……以达到凝聚人心的目的。在这个阶段，老板基本上成天和员工在一块摸爬滚打，根本不需要制度来管人，因为面

对面的直接监督是比较容易的，而且成本也是最小的。因此，在此阶段很少有经理人黑老板的问题出现。而且该阶段的企业大多数情况下是由企业家直接投资的，没有外部融资，没有其他股东存在，经营上也是由企业家完全指挥，高度集权。这种情况下，也不存在大股东黑小股东的问题。

但是，随着企业规模逐渐扩大，企业授权体系建立，即使企业不引进新的投资者，也必然会出现经理人黑老板的问题。

#### 1.4.1 规模扩大导致多层级的组织结构

随着企业的逐渐做大，就会发生如图 1-1 所示的组织形式变化。当企业的员工超过 50 人时，在管理上老板就会感到吃力，于是只能依赖助手了，这时候就会提拔一些副总、总监或助理，让他们分担一些管理的工作。当然，老板还是有时间、机会和部门主管、员工直接沟通。但是，当员工发展到 100 人以上的时候，老板只能盯住副总、总监和助理了，中层和基层就看不见了。于是，就形成了这样一种管理逻辑，老板需要依赖高管层，高管层再依赖中层……整个企业就形成了一个多层级的结构。

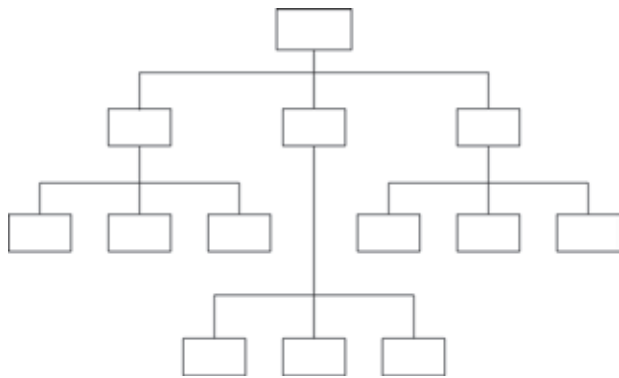


图 1-1 多层级组织结构

那这批人如何找呢？当然，首先我们得找自己家的人，因此先用自己的表哥、表弟、表姐、表妹、堂兄、堂弟、堂姐、堂妹等家族成员。家族成员不够，再找发小、同学、战友等等。但家族成员和朋友都是有限的，当企业规模越来越大，公司必然要外请职业经理人，必须依赖组织，转向制度管人了。这个时候，就需要设计好企业的组织结构。组织结构设计中有两个重要参数：管理层级和管理跨度。按照美国组织行为学教科书的答案，管理跨度最佳的是一个人可以管 5~7 人，5~7 人管 25~49 人。一些大公司管上万人、十几万人，怎么办？由此就导致企业的管理层级特别多，12~15 层在美国大公司中是常见的。随着计算机技术的兴起，管理学家们开始利用信息技术对组织结构进行扁平化。所谓扁平化，主要思想就是减少层级，尽可能做到利用计算机的帮助，使得一个人可以直接管更多人，扩大管理跨度，但是再扩大也是有限制的，对于高管人员来说，管到 10 个人就已经很多了。因此，多层级的组织结构就是不可避免的。

这就意味着创业阶段人少时，可以依赖个人的直接监督。但规模扩大了，员工增加了，必须依赖组织，从“人管人”向“制度管人”转变。

#### 1.4.2 多层级结构必然导致企业授权体系的建立

多层级的组织结构会导致企业决策效率降低，这就必须通过在公司内部由最高管理者进行授权来解决。我们试想一下在多层级的企业中，如果不授权意味着什么？意味着 100% 的决策都需要老板做出，高层、中层和基层的经理只有完成任务的权利。但是，如果老板要做 100% 的决策，就必须拥有为了完成这个决策所需要的所有信息。如果老板拥有的信息不是 100% 而是 10%，100% 的决策权都集中在老板手里的话，整个企业就面临着决策失误或者决策不科学的问题。

那么，在规模较大的企业中，老板能拥有多少信息呢？现实中，已建立 ERP 的中国企业中，大量的信息是收集不上来的，老板最多能得到 40% 的信息。这主要有三个原因：第一是一些专用信息无法脱离信息采集者而上传；第二是任何信息的传递都是有损耗的；第三是员工和经理人可能不愿意传递信息，因为对他们来说，信息的传递是要花时间和精力，是有成本的。

由于支撑决策所需要的大量信息收集不上来，所以很多由老板集中决策然后分配任务的执行体系就常常面临着市场反应迟钝的问题。提高决策效率的唯一有效办法就是分权，老板如果只有 40% 的信息，就只能掌握 40% 的决策权，经理人有 60% 的信息就得给他 60% 的决策权，一定要使决策权和决策所需要的信息对称。

授权解决了信息不对称的问题，但是又会使得另一个问题显得更加突出。授权的主体，即经理人和老板利益不一致的问题在授权体系下会显得尤为突出。

### 1.4.3 授权导致经理人黑老板的问题产生

老板和经理人的利益是很难一致的。当企业规模小，决策权都掌握在老板手里的时候，由利益不一致引起的经理人黑老板的问题还容易受到遏制。但是，当企业做大之后，建立了多层级的组织结构以及相应的授权体系之后，老板和经理人利益不一致的问题就会显得尤为突出。

比如一个总部在北京的企业从竞争对手那里挖走一个职业经理人去负责上海子公司的业务，这个经理人原来的年薪是 10 万元，新老板给他的年薪为 30 万元。头两年，这个经理人非常感动，认为老板对他有知遇之恩，是自己的伯乐，会非常玩命地干。但是两年之后，这个经理人有了新的想法：老板对我是不错，但是每年我给老板创造的利润是几百万元、上千万元，才给我 30

万元，我凭什么为他干！于是，这个经理人就很有可能注册一家自己的公司，将公司的客户转移到自己公司，将公司的利润变成自己的利润，将自己公司的负债变成公司的负债。

经理人黑老板问题是伴随公司规模扩大，组织出现多层级结构时，由于授权而促使老板和经理人之间利益不一致问题难以得到有效控制而产生的。换句话说，只要股东和职业经理之间存在监督困难、信息不对称和利益不一致的问题，就必然出现经理人黑老板的公司治理问题。

#### 1.4.4 经理人黑老板问题的四种典型形式

经理人对企业家利益侵犯主要有两层含义：第一层含义是指经理人不能以股东利益为第一诉求，在决策上优先考虑的不是股东利益，而是自己的利益；第二个层含义是指经理人有意利用手中的权力为自己谋取私利。经理人为自己谋取私利，绝大多数情况下必然会侵犯股东的利益。经理人黑老板的主要形式有贪污腐败、不合理的在职消费、不作为和短期行为四种。

贪污、腐败、拿回扣即经理人直接侵占老板的资产，这是老板被经理人“黑”的最主要、最常见的形式。无论是国有企业、民营企业和外资企业中都存在这样的问题。这也是公司治理中约束机制重点解决的问题。

不合理的在职消费是经理人黑老板的一种普遍问题。最常见的不合理在职消费包括：利用公司公款来吃喝、娱乐，利用公司公款支付国内外旅游，以及各种莫名其妙的报销等。

不作为也叫作偷懒行为，是一种常见的经理人黑老板的问题。经理人和老板的利益在大多数情况下是不一致的：老板追求企业资产的保值和增值，希望能以最少的资本投入获取最大的经济利益；而作为经营者的经理人由于不具有产权，不参与企业利润分配，因而更加看重以最小的努力来追求报酬最

大化、追求闲暇时间、享受人生、追求职业稳定、回避风险等。不作为比较典型的情况就是经理人对风险决策的回避态度，表面上看其是为股东规避风险，实质上是一种逃避合理追求风险收益的责任和努力。

短期行为是一种非常隐蔽的经理人黑老板的问题，这也是最难防范的一个问题。只要经理任期是有限的，一定就会存在短期行为，而短期行为黑得老板哑巴吃黄连，有苦说不出。

### 【案例 1.3】削减研发经费的短期行为

假设一个经理人被华为聘为 CEO，这个经理人和华为签了三年的合同，而且三年之后这个经理人也打算继续在华为干。那么，这个时候这个 CEO 上任后会怎么做呢？每个公司对 CEO 都会有利润的要求，CEO 最后能拿到的报酬和公司利润肯定会有直接关系。对于华为这样的大公司来说，CEO 通过提升销售额、降低成本来实现净利润增加是一件非常困难的事情。一个比较简单有效的方法是把研发费用先砍下来。华为过去一年的研发费用较高是 20 亿元，现在砍成 10 亿元。砍研发费用的方案可以找这个 CEO 在清华大学和北京邮电大学的哥们来做，做一个技术预测，根据这个预测华为研发方向要调整，根据新的方向我们一算是 10 亿元，省 10 亿元，任期三年的肯定每年会增加 10 亿元的利润。但是研发费用砍掉 10 亿元，任期三年中会不会有负面效果呢？短期内不会有太大的负面效果，只不过研发部门裁一些人而已，但是损害的是企业长期利益。当三年之后，该 CEO 离职后，华为将在全球竞争中处于不利的位置，市场份额肯定会被竞争对手中兴和思科等蚕食，但是和这个 CEO 已经没关系了，因为他已经不干了。

实践中，类似案例中经理人的短期行为常常令老板防不胜防，产生的原因是：经理人的利益通常只与其任期内的公司业绩相关，因此，经理人的有限

任期就使他们在决策时不可避免地偏重短期经营业绩。

削减研发费用的投入是经理人常用的一种短期行为，除此之外，短期行为惯常的做法还包括：

- 削减广告费和维修费的支出；
- 在财务上“巧妙”做账，在会计上的多提费用、减少利润，对会计估计和会计方法选择上的投机；
- 选择可迅速利用的人才，而不注重整体企业文化和未来人才的培养；
- 运用金融上的某些灵活操作做出当期的账面利润，或把未来的收益做到现期；
- 放弃短期内会给公司财务状况带来不利影响但却有利于公司长远发展的计划，如公司购并、资产重组以及长期投资等。

#### 1.4.5 经理人黑老板问题的解决思路

既然经理人黑老板问题的根源在于股东和经理人之间存在信息不对称、监督困难和利益不一致，那么公司治理的解决思路就是力图使老板和经理人之间的信息尽量对称，监督尽量容易一些和利益尽量一致。

为什么是“尽量”呢？第一，在企业中要使得老板和经理人之间做到完全的信息对称是不可能的，即使在建立了ERP平台的企业，老板最多能掌握到40%的信息就不错了，大量的信息掌握在经理人手里；第二，当企业规模扩大之后，老板再想像创业初期那样面对面去监督经理人也是不可能的；第三，要使得老板和经理人利益完全一致，除非老板将股份的一半分给经理人，而且自己还具有甘为孺子牛的奉献精神，但有谁会这样做？第四，公司治理问题并不是一蹴而就的，不可能说今天解决了，明天就不会再有问题了。通常

是，在解决了现有公司治理问题后，企业发展几年后，还会有新的公司治理问题出现。因此，掌握制度设计的逻辑和方法论远比制度本身重要。

关于解决经理人黑老板的问题，着重要做好管控和激励。以董事会制度为核心的约束机制就是通过控制权的配置使得信息尽量对称和监督尽量容易，从而能够解决掉公司中贪污腐败和在职消费等问题，并能局部解决经理人的不作为问题。

利益不一致是一个源头问题，这个问题的解决思路是将老板和经理人的利益捆绑起来打造利益共同体，体现在公司治理中就是用股权激励制度将经理人和老板的利益长期捆绑。股权激励能够解决经理人不作为的问题以及代理问题中最隐蔽的短期行为问题。

总结起来，解决经理人黑老板问题的思路是：先构建以董事会制度为核心的约束机制来加强对经理人的管控，然后以股权或长期激励性报酬的方式对经理人进行有效激励。

## 1.5 股东黑股东问题的产生

### 1.5.1 股权融资导致股东黑股东问题的产生

刚创业的时候，如果出资人是单一股东或全部是家族内部股东，这个时候是不可能存在股东黑股东问题的。当然，也有可能一家企业的创始股东是夫妻俩，结果夫妻之间发生了利益纷争的事情，严格意义来说，这不属于公司治理的范畴，而应属于“家庭治理”的范畴。

随着企业的发展，创始人原来的投资不足以支撑企业新的战略，就需要追加投资。如果创始人采用股权融资，即不断稀释自己的股权，吸引新的股

东进入公司。股权融资，尤其是溢价倍数较高的股权融资能够加速企业的发展，但同时也使得股东之间的关系变得较为复杂。由于利益诉求不同，控制权大的股东就可能会侵占控制权小的股东的利益，这就是我们通常所说的股东“黑”股东的问题。

### 1.5.2 股东黑股东问题的典型形式

控制权一旦集中在少数大股东手中，就会导致大股东掠夺小股东利益问题的发生。因为大股东一旦控制了公司，他们常常会利用公司的资源牟取私利，损害其他股东的利益。

#### 【案例 1.4】常见的一种股东“黑”股东的方法：不分红 + 关联交易

某家钢铁厂的大股东（该股东持有 51% 股份）在企业取得较好的业绩之后，在股东大会上提议不分红，理由是钢材涨价幅度大，市场需求也大，扩大再生产后的资本增值部分远远大于分红所得。如果小股东同意了他的提议，有可能就被他黑了。当然，如果大股东确实将企业的利润全部用于扩大生产规模，这对所有股东来说是好事，因为大家的资本在增值。但是，如果大股东只是将一小部分利润用于扩大生产，而将大部分利润转移到自己手里，这就损害了小股东的利益。

那么，该股东如何转移利润呢？一个简单的方法就是通过关联交易。他在股东会上告诉大家，这两年钢铁厂的原材料铁矿石涨价很厉害，而且铁矿石公司都不愿意签订长期合同。但是，有一家 A 公司，不仅提供的矿石质量好，而且愿意和我们签订长期合同，A 公司保证优先给我们供货，只不过价格要比市场高 30%。他把这个问题提出之后，希望大家决策要不要和 A 公司签约。

如果小股东同意这个决策，实际上就被大股东“黑”了。A 公司提供的铁

矿石质量并没有高于市场上常见的铁矿石质量，“质量好”无非是做出来的一个数据。大股东为什么要这样做呢？因为A公司实际上是他控制的公司，他在A公司持有90%的股份，但是法人不是他，股东名册上也没有他。如果利润不转移走，100元利润在钢铁厂分配，大股东只能得到51元，而将利润倒到A公司，大股东就可以得到90元。

大股东通过对交易价格的操纵，巧妙地将本属于小股东的利益转移走。

美国的学者把这种大股东将公司的资源和利益转移到自己占绝大多数股份企业中去的行为定义成“隧道挖掘”，即通过“隧道”将资源和利益倒腾到自己口袋里，将公司掏空。

目前普遍公认的股东黑股东问题的典型形式包括：不公平的关联交易、资产置换、金融运作（抵押担保）、转移风险以及“分红+配股”等。

#### （1）不公平关联交易

【案例1.4】就是一个典型的非公平关联交易，一般伴随不分红或少分红。非公平关联交易是指，控股股东利用对公司的控制与影响，操纵公司与其控制的其他企业所进行的交易违背公平和诚信原则，所达成的交易条件和交易价格等存在着对其他股东明显不公平的交易。在非公平的关联交易中，由于控股股东将公司的资源和利益转移至自己占绝大多数股份的关联企业中，公司因此遭受净损失，小股东和债权人的利益同时也遭受到直接的侵害。非公平的关联交易是中国上市公司控股股东黑小股东的典型方式，也是近年来我国证监会重点监控的焦点。

不公平的关联交易的形式主要有三种，包括不公平的产品交易、劳务交易和资产交易。这三种形式的关联交易在我国上市公司中普遍存在，并且大部分的关联交易都发生于上市公司与控股股东及其子公司之间，主要表现为：

- 虚构交易占用资金。这是一种直接的、赤裸裸的财务欺诈行为。也就是在上市公司与控股股东控制的关联企业之间签订并没有发生的虚假购销合同，将上市公司的资源和利润转移到关联企业中，这些虚假的交易既可能是产品交易、也有可能是劳务交易和资产交易。
- 占用资金，有钱也不还。控股股东及其控制的非上市公司长期拖欠上市公司的借款或货款，即使有钱也不给。只要法律对小股东的保护力度加强，就可以有效避免该问题。
- 价格不公允，控股股东“高买低卖”。这是关联交易中稍显复杂的做法，也是最常见的形式。经济学的基本规则是“低买高卖”，那控股股东的“高买低卖”是怎么回事呢？这里“高买低卖”的主体是上市公司，控股股东操纵上市公司以高于“公允价格”从关联企业中购买产品、劳务或资产；而以低于“公允价格”的方式将上市公司的产品、劳务或资产卖给关联企业。
- 名目繁多的劳务交易。相对于产品交易和资产交易来说，劳务交易的价格是最难评估的。因此，控股股东就会操纵上市公司向关联企业购买大量的租赁服务、维修服务、技术指导、运输服务等名目繁多的劳务交易。而这些劳务交易都为资金的占用和转移编织了理由。

以上的不公平关联交易在上市公司中大量存在，成为财务欺诈、做假账、虚假信息的始作俑者。同样，该问题也存在于非上市公司中，只不过不如上市公司中发生的频率高。

## （2）资产置换

假定 A、B 公司都是同一个股东控制的公司，A 公司是上市公司，B 公司是私人公司。通常的做法是，该控制性股东就可能利用 B 公司的呆滞资产来置换上市公司的优质资产或现金，从而达到转移资金的目的。

直接的资产置换容易被查出来，现在一些上市公司更多采用一种更为隐蔽的资产置换的做法，即买卖自己的企业来实现套现的目的。

如图 1-2 所示就是这种更加隐蔽的资产置换做法。比如张先生是上市公司的实际控制人，而且他又通过自己的亲戚 A、B、C 间接控制了 D 公司大多数的股份。最开始上市公司有一个盈利前景非常好的项目，张先生就有可能在项目运作早期将其剥离给 D 公司，理由是该项目和上市公司的战略不匹配。由于项目刚开始运作，成交价格会比较低。通过一段时间的运作，该项目呈现出非常好的成长性，这时候上市公司开董事会时，张先生在会上检讨自己鼠目寸光，没有看准，认为当初不应该剥离这个项目，那么怎么办？那就知错就改吧，亡羊补牢，为时不晚，于是决定去收购 D 公司的股份，这样张先生就可以通过买卖公司实现套现的目的。在资本市场，这样的交易一般每笔套现都在 2 000 万~5 000 万元以上。

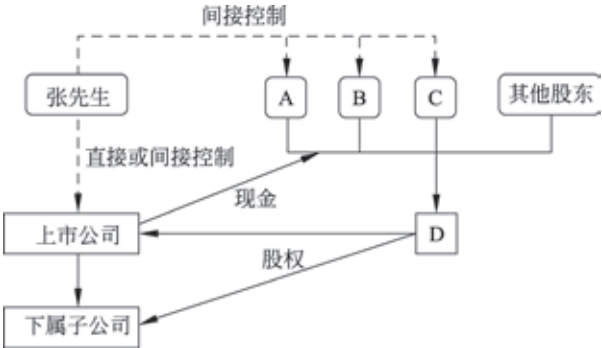


图 1-2 买卖自己企业套现

（3）金融运作

金融运作指的是上市公司控股股东通过违规违法的抵押、担保等金融运作方式对中小股民实现利益剥夺的方式，也是我国证监会近年来重点监管的对象。比如胡先生是一家上市公司的控制性股东，同时还有一家自己的地产公

司。地产公司在项目运作时都需要从银行贷款，但是地产公司的盘子比较小，资产也比较少，难以满足银行抵押的要求。这时候胡先生就会命令上市公司为其控制的地产公司进行抵押担保，上市公司承担了风险，但绝大部分收益却被胡先生的地产公司所攫取。

（4）转移风险

转移风险的操作方式有很多种，如图 1-3 所示的是一个通过股权结构变化来转移风险的做法。比如陈先生是某上市公司 A 的控制性股东，同时他通过亲戚 D、E 控制了 B 公司 100% 的股份。

在陈先生的授意下，A 和 B 共同投资成立一家新公司 C，其中 A 占 70% 的股份，B 占 30% 的股份。C 公司从事的是高风险、高回报的行业，按照初始的股权结构，A 公司承担 70% 的风险并享有未来 70% 的收益，B 公司承担 30% 的风险并享有 30% 的收益。当 C 公司运作一段时间之后，已经能够控制风险，并且其投资回报率很高。这时候已经到了分钱的时候，已经没有什么风险了。陈先生让 B 公司对 C 公司追加投资，稀释 A 公司的股权，最后 B 公司占 C 公司 70% 的股份，A 公司占 30% 的股份。于是风险和收益就成功转移了：A 公司承担 70% 的风险却只享有 30% 的收益，而 B 公司承担 30% 的风险却最终拥有了 70% 的收益。

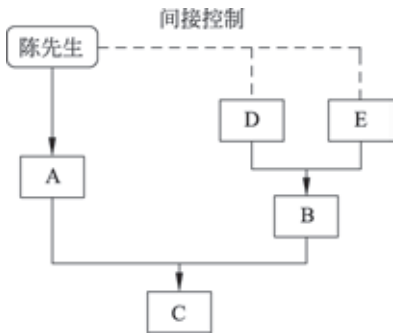


图 1-3 通过股权结构变化转移风险

### （5）“分红 + 配股”

“不分红 + 关联交易”是世界范围内最常见的一种大股东黑小股东的手段。但是，“不分红 + 配股”是我国资本市场上一种特殊的大股东黑小股东的方法。在股权分置改革之前，我国股票市场是特定的“二元”股权结构。也就是上市公司的股份分为流通股和非流通股，而一股独大的大股东手里掌握的大部分都是非流通股，小股东持有的是流通股，这就使得控股大股东和小股东在股权成本与股权利益诉求存在明显的差异。小股东主要通过低价买入、高价卖出股票的方式来获利。而大股东所持的非流通股不能在股票市场流通，无法分享股票价格上涨带来的好处，只能通过分红获利。

那么在股权分置改革完成之后，都变成全流通股份之后，这种利益上的差距是否取消了呢？股权分置改革虽然将非流通股份变成了流通股份，但是依然有很多对“大非”和“小非”解禁和减持的限制。而且对于众多上市的国有企业来说，国有大股东减持是件非常不容易的事，除了公司董事会批准之外，还需要国资委的批准。因此，大小股东在利益诉求上依然有较大的不同。为了尽快获取收益，大股东有可能不考虑投资机会，而实施高派现股利政策，也就是没有分红条件而强行分红。

强行分红之后，企业的投资和发展将面临缺乏资金的困境。这时候大股东就会退出配股政策。比如采用现有股价一半的价格“十配五”或“十配十”，即现在该公司的股价是每股4元，一个小股东持有该公司1 000股股票，如果按照“十配五”的方案，小股东就可以用1 000元购买500股该公司的新股。作为小股东，有这样的机会显然是不会放过了，于是就掏钱买了，买了就等于被“黑”了。大多数情况下，大股东还高姿态放弃配股，这就使得配股后上市公司净资产的增长将全部来自流通股股东的配股资金，即小股东在承担上市公司几乎所有风险的同时，向非流通股大股东输送了超额资本收益，为上市公司的生存和发展提供“输血式”的资本供给。配股而来的资金怎样

使用呢？大股东又会通过金融运作、侵占资源、不公平关联交易、转移风险等手段获得各种隐性收益，进一步损害小股东的利益。

### 1.5.3 股东黑股东问题的解决思路

股东之间的剥夺或利益掏空是一个很严重的问题，如果解决不好，企业就将会面临很大障碍，不可能再往前发展，因为股东的财富没办法保证，股东就会失去投资的积极性。

股东黑股东的问题如果发生在一个非上市公司中，可以主要通过公司章程来预防，第4章将重点探讨该问题。股东黑股东的问题发生在上市公司中，解决起来比较困难，基本思路是通过加强法律对中小股东的保护、股权制衡、更加独立的董事会制度、更加透明的信息披露、机构投资者的监督等，将在第3章详细讨论。

## 1.6 公司治理问题的类型

以一种动态的眼光来看，并不是所有企业都有公司治理问题。公司治理是伴随着企业的成长而出现，有的企业主要是股东黑股东的问题，有些企业主要是经理人黑老板的问题，有些企业是公司实际控制人黑利益相关者的问题，有些企业可能同时兼有两种问题，更有甚者，有些企业三种问题兼而有之。因此，公司治理问题的类型可以分为以下几种：

- 第一种情况，融资完全依靠企业内部融资，老板既是投资者又是经理人，这时候没有公司治理问题，这种情况一般发生在公司初创期。

- 第二种情况，融资完全依靠企业内部融资，经理人拥有部分权力。由于没有其他的股东或债权人，所以公司治理的问题是经理人进入企业后，在“授权”体系下，主要表现为经理人黑老板的问题。
- 第三种情况，融资采用股权融资，融资者是管理者，新进入的投资者不参与公司管理，这时候公司治理问题主要表现为股东之间互相黑。
- 第四种情况，融资采用股权融资，职业经理拥有部分权力。这时候不但会出现经理人黑老板的问题，还会出现股东间互相黑的问题。
- 第五种情况，在以上四种企业形态中，一旦融资还同时采用债权融资或企业行为损害了利益相关者的利益时，就将同时出现公司实际控制人<sup>①</sup>黑利益相关者的问题。

---

① 这里的实际控制人有可能是大股东，也有可能是控制公司的经理人。

## 第 2 章

# 公司治理制度的设计原则

- 2.1 两个故事引发的思考
- 2.2 人性假设与制度安排
- 2.3 权利分配、程序主义和相互制衡
- 2.4 公司治理与企业管理相融合
- 2.5 三个对等统一原则
- 2.6 “资本+知识”的利益分配模式
- 2.7 制度有效性的判断原则



公司治理制度设计的本质是解决三种“黑”与“被黑”的关系问题。首先，要解决的是股东之间互相“黑”的问题，主要涉及股权结构设计、控制权争夺、公司章程制定等主要问题；其次，要解决经理人“黑”老板的问题，主要涉及董事会制度、信息披露制度和股权激励等内容；最后，要解决公司的实际控制人“黑”利益相关者的利益问题，这里主要指的是债权人保护问题。前两个问题被称为狭义的公司治理，加上第三个问题就成为广义的公司治理。本章将讨论狭义的公司治理内容。

公司治理是一个企业家在资本运营和企业做大过程中必须掌握的防“黑”武器。但是本章关心的不是公司治理的具体游戏规则的设计和实证研究，而是隐藏在这些具体的制度设计背后的逻辑和方法论。因为将西方公司治理具体制度简单移植到我国，对绝大多数企业是没有用的，但其制度安排背后的逻辑和方法论对我国所有企业都是有用的。

## 2.1 两个故事引发的思考

以下的两个故事向企业家和经理人传递这样的观念：公司治理的核心问题是控制权和利益的分配问题，是产权明晰的所有者为了确立剩余分配规则、保护自己权利而进行不断博弈的过程。

股东之间、股东与经理人之间总存在着不同的利益诉求，每个人都希望自己的利益最大化，因此利益冲突是不断的。有冲突自然就会有博弈，能够最大限度满足每个人利益诉求的博弈自然就是共赢博弈。要达到共赢博弈的结果，股东之间、股东和经理人之间必须学会妥协。因此，公司治理就是股东和股东、股东和经理人之间“冲突→博弈→妥协→再冲突→再博弈→再妥协→……”一个周而复始的过程，在这个过程中制度在不断地演变和进化。

以上的理解是非常重要的，公司治理所包含的制度有很多种，并不是每种制度都要同时应用到每个公司。比如在企业需要调动经理人积极性的时候，需要股权激励制度，而股权激励的实施一定会推动企业快速发展；当发展到需要引进外部投资者的时候，公司章程、股东大会制度和董事会制度就需要对公司控制权进行合理配置；当企业上市之后，信息披露制度、独立的外部审计制度、公司控制权市场就会发挥很大的作用；上市一段时间之后，可能又需要用股权激励制度进一步激励经理人，用董事会制度加强对经理人的监控。

综上所述，公司治理制度没有一种是最好的，但是一定有最适合的。当适合的制度解决了企业的相应问题之后，必然会促进企业的快速发展。发展到一定阶段，一定又会出现新的问题，这时又需要用新的制度去解决企业的新问题，再次促进企业的快速发展。那么，企业家如何寻找最适合的制度呢？

### 【案例 2.1】“人质”方案<sup>①</sup>

几年前，我朋友有一个不错的发明，一种城市污泥低温热解处理技术。该技术能够将污水过滤处理成污泥，并通过热处理将其分解成有用物质。传统的污泥处理办法是深埋或者焚烧，但这种办法不环保也不经济。这个技术在国际上都是领先的，是一种发展中的能量回收型污泥热化学处理技术。它通过在催化剂作用下无氧加热干燥污泥至一定温度，由干馏和热分解作用使污泥转化为油、反应水、不凝性气体和炭四种可燃产物，最大转化率取决于污泥组成和催化剂的种类，正常产率为 200~300L（油）/吨（干泥），其性质与柴油相似。低温热解是能量净输出过程，成本低于直接焚烧。这个项目属于循环经济的范畴，同时也是高新技术的范畴，非常符合目前国家的产业政

---

<sup>①</sup> 本故事参考模仿宁向东教授在其《公司治理理论》中的“人质方案”改写而成。参见：宁向东．公司治理理论 [M]．北京：中国发展出版社，2005：3—4．

策，建成以后，在全国各地建立分厂都可以获得政策的支持。这种项目只要做得好，在创业板或中小板上市都是很容易的事，但我这个朋友没有钱投资。这个项目的前期投资量不大，大约四五千万元就可以做到比较经济的规模。我的朋友找到我，说你经常给企业的老板上课，能不能在民营企业中帮我找一个肯投资的人，将来事情做成后，我们四六分账，我拿四，投资者拿六。我问为什么不找国企？他说国企审批太麻烦，民企老板拍板就可以了。

后来我在北京找到了一个农民企业家。该企业家对这个项目很感兴趣。在具体谈合作方案时，企业家提出一个问题：“如果我真投资的话，第一次投资2 000万元，以后陆续追加到5 000万元。钱不是问题，但投资后，我的钱都变成了设备、原材料和在制的产品，这是一个高科技企业，我根本没有能力管，经营决策完全由你做主，那么我怎么知道你是在为我们两个人的利益而努力，而不是在‘黑’我呢？如果你‘黑’我，我该怎么办？”

这是一个很敏感但又不容回避的问题。我的朋友及时把我推了出去。他说：“公司治理问题正是马教授专门研究的，请他给我们出个主意吧。”我当时并没有多少企业实践经验，对公司治理的了解也相当肤浅。吃完饭后，我花了一个多小时给他们讲股权激励、董事会、讲如何建立法人治理结构，还自告奋勇给他们当外部董事。

讲完后，这个企业家说：“马教授，感谢你结合实际给我上了一堂生动的课，让我受益匪浅。但是我们没有必要搞得太复杂，我有个主意，你们看行不行？”他对我的朋友说，“刚才聊天听说你有一个9岁的女儿，我的女儿8岁，咱俩太有缘分了。要不这样，我把钱给你，你踏踏实实去做企业。为了解决你的后顾之忧，你把孩子送到我这儿，让她们俩做个伴，我负责送她们到北京最好的贵族小学去学习，你看怎么样？”

我的朋友当时傻了，说咱们走吧。

这就是一个“人质”方案。

不得不说，这个企业家是非常聪明的，因为他选择了一个最适合自己的方案。无独有偶，在企业实践中，“人盯人”的方案也是一些民营企业使用的治理方法。

### 【案例 2.2】“人盯人”方案

有一次我在江苏做企业调查，去了一家企业，该企业名气很大，是通过当地领导安排去的。由于这特殊的关系，企业非常热情。车还没到，董事长、总经理都在门口等我。见面后我就告诉他们此次来访的目的是做一次民营企业公司治理方面的调查，董事长安排总经理聊，配合我的工作。该总经理是一名职业经理人，能力非常强，公司产品 80% 外销，企业做得非常好。

我们进办公室谈的时候，董事长也跟着进来。我心里想这董事长进来干嘛？我进来以后看办公室不太一样，办公室非常大，摆两张办公桌，董事长一张、总经理一张，中间是沙发区。我大概知道一点情况了！

在民营企业，一般都是董事长办公室大，总经理办公室小，董事长办公室说不定还有套间和卫生间。这两人一个屋，还真是头一次见。大家坐沙发区里聊，我跟总经理聊，董事长一声不吭，就坐在旁边听着。

后来我才知道平时就这样，两个人一个屋，董事长从来不说话。为什么呢？因为董事长觉得自己的能力已经不能应付企业的发展，就决定请一个职业经理人。但怎么控制职业经理人？找了很多专家出主意，有的人建议他成立一个董事会、有的人建议给经理人股权激励……董事长觉得这些主意虽好，但自己确实有点搞不懂。他核算后，想反正也没事干，就和经理人在一个办公室，整天盯着他，看他怎么经营管理。看 5 年自己也学会了，即使经理人了，也能把企业继续做好。

该董事长非常勤奋，知道自己的能力有限，请职业经理人，然后监督。这就是一个“人盯人”方案。

“人盯人”方案我还在深圳的一家美容集团企业中见过。用“人盯人”方案的老板无疑也是聪明的，因为他们选择了自己会用的监督方案。而且对他们来讲，“人盯人”方案显然比使用传统的公司治理制度的成本要小、收益要大。

这两个故事对我理解公司治理的本质是至关重要的。我刚开始讲“公司治理”这门课程的时候，通常会告诉大家，公司治理是法人治理结构。然后解释法人和自然人的区别，讲为什么要有董事会、监事会等等。一个小时过去了，我讲得口干舌燥，同学们听得昏昏欲睡。我自己没有讲明白，同学也没有听明白，大家都不知道公司治理的本质是什么。这两个故事改变了我对公司治理问题的认识，从这两个故事开始，我理解了公司治理真正的含义。

法人治理结构、股东大会制度、董事会制度、监事会制度、“用脚投票”制度……这些具体的制度都不重要，因为他们只是公司治理的“形”。从企业家的角度看，公司治理最本质的意义就是研究企业各种“黑”与被“黑”的关系，搞清楚自己是如何被经理人和其他股东黑的，目的就是为了找到一种最适合自己的防黑武器。这种防黑武器可以是一种招、一种办法，也可以是一种制度。

老板出钱投资，但企业通常是交给职业经理人经营的。而经理人的利益和老板的利益不一致，他们之间的信息也不对称，而且老板对经理人进行全面及时的监督是困难的。于是，企业家就需要找出一个适合自己企业的防黑武器来约束和监督经理人。董事会是一种防黑武器，股权激励也是一种防黑武器。上述的“人质”方案和“人盯人”方案同样也是一种有效的防黑武器。

那么，“人质”方案和“人盯人”方案好不好呢？这要看对谁了，如果是

我去做一家公司，我肯定会使用股东会、董事会和经理层的制衡机制以及股权激励制度，因为我整天琢磨这些事，对这些制度非常熟悉，使用起来成本小，收益大。而“人质”方案还得帮他照顾孩子，对我来说太费劲；“人盯人”方案得整天盯着经理人，对我来说就是浪费时间。

但是，对于上述两个老板来说，“人质”方案和“人盯人”方案可能是最好的。因为对他们来讲公司治理制度是深奥难懂的，他们不会用，想学会的话，成本是巨大的。第一个案例中的老板搞得懂的一件事情就是：“你要敢把孩子放我这儿，我就敢把钱投给你，就不怕你黑我！”第二个案例中的老板相信的只有自己的眼睛：“我成天盯着你，还怕出事？”因此，对这两位企业家来说，从收益和成本的比较来看，“人质”方案和“人盯人”方案更加划算。

另外，两案例还给我们这样的启示：制度没有好坏之分，只有适不适合的问题。设置董事会的方式固然规范，但是，无论从董事会成员的聘请还是董事会的运作上，这两位企业家能够掌控的东西很有限，有很多东西也无法理解，因此设置董事会之类的反而不如“人质”方案和“人盯人”方案这种独特的“招”有效。

如何选择一种适合自己的防黑武器呢？任何制度的使用目的都是为了创造收益，但是同时也需要成本的。一个简单而有效的判断原则：这种武器企业家一定要会用，也就是要与企业实际情况和企业家的掌控能力相匹配，而且使用的成本最小、净收益最大。这种武器是独特的，它一定是结合企业的实际情况设计，要取得成效则需要经过一个缓慢的成长过程。从这个角度看，是找不到一个放之四海皆准的公司治理模式，不可能存在一个“规范”、可移植的公司治理结构，不同企业要根据自己的实际以及所处国家的社会文化和行为习惯来寻找对其最有效、成本最低的治理机制。

以上概念扩展到股东之间关系上，可以将公司治理理解成为了防止股东之

间出现互相黑而加以相互约束的防黑武器。扩展到企业的利益相关者层面时，可以将公司治理理解成为利益相关者约束公司实际控制人的防黑武器。

因此，对于企业家来讲，重要的不是关注法人治理结构、股东大会制度、董事会制度、监事会制度、信息披露制度和独立的外部审计制度等公司治理制度的“形”，更重要的是学习这些制度背后的逻辑和方法论，然后结合企业实际，寻找到适合的“招”“办法”或“武器”。

## 2.2 人性假设与制度安排

在我讲课过程中，经常有企业家问我：“马老师，用经理人也好、和别人合资做企业也好，最关键的还是要看对方的人品。”对于这种观点，我非常认同。但是，一个人的人品你能看出来吗？别说刚见几面的人，就是在公司里替你工作了几年的经理人，你也是很难准确判断其人品的。因此，公司治理就是“疑人要用，用人要疑”，关键是通过制度来影响人的行为。

公司治理是一整套或者一系列的制度安排，通过这个制度来影响公司治理参与人的行为，减少不好的行为，增加好的行为，根据什么样的指导思想来建立有关公司治理的制度就变成非常现实的一个问题。制度既然是人的行为规范，公司治理相关制度就是为了影响人们的行为而制定，那它的前提就是要正确认识人性。如果对人性和人的本质没有清晰的了解，只凭主观愿望或者凭着美好设想来安排相关的制度，就不能保证这个制度的效果。

### 2.2.1 正确认识人性假设的重要性

对人性的假设理论一般有三种：一是人性善；二是人性恶；三是人性私。对人性的假设需要承担风险，这些风险来自于两类错误：假设本身和假设错误的可能性。第一类错误源自于我们拒绝一个正确的假设；而第二类错误则在我们接受一个错误的假设时发生。

假设一位老板必须从人性善和人性恶两种假设中选择一个并根据它来对待经理人。人性善假定所有的经理人都是诚实的，并且尽最大所能来完成工作。在这一假设中，经理人有潜力可挖掘。人性恶则认为经理人天性就不诚实、懒惰、贪婪，不肯努力工作。按照这种假设，应注意对下属进行严密的监督和控制。

如果选择人性善假设，而且经理人的确诚实和勤奋，那么我们就可以想办法挖掘经理人的潜力，这时经理人则会利用提供给他们的机会取得成绩，做出贡献。

如果选择人性恶假设，但经理人实际上是人性善的，工作非常努力，为人诚实勤劳，这时我们就会犯第一类错误：拒绝了一个正确的假设。在这种情况下，经理人没有机会参与重要决策，因为老板们担心他们对自身利益的关注会给公司带来危害。当经理人意识到自己缺少信任时，他们会变得不愿意为企业努力工作，更有可能会出现职能失调的行为。因此，第一类错误会阻碍经理人为企业做出贡献，并可能对公司产生较大的负面影响。

与此相反，如果选择人性善假设，但经理人实际上是人性恶的，那么我们就犯了第二类错误：接受了一个错误假设。在这种情况下，我们的做法就会让经理人有机会逃避职责，挪用资产。没有必要的控制和监督措施会使经理人把自我利益放在公司目标之上，不利于公司的发展。

由上可知，对人性不正确的假设将给企业家带来潜在的成本和管理陷阱。

企业家对人性所做的假设，对于公司治理的制度安排至关重要。

### 2.2.2 人性是混杂的

关于人性的假设，自古以来就存在争论。儒家思想认为人性是善的，《三字经》开篇就是“人之初，性本善，性相近，习相远”。儒家思想无疑是成功的，曾经统治了中国几千年。与此相反，法家思想认为：人之初，性本恶。作为法家思想的第一个真正实践者是战国时期秦国的商鞅，他通过实行商鞅变法使秦国走向富强，最终使得秦始皇统一了中国。

西方组织行为学对人性也有著名的 X 理论和 Y 理论。Y 理论就是人性善假设，EMBA 的许多核心课程，如组织行为学、人力资源、领导力、管理沟通都是建立在这种假设基础之上。Y 理论强调任何管理都必须以人中心，重视人的多层面需要，讲求人群关系，酿造一种良好的团队精神，如此方能充分发挥人们的积极性、主动性，提高工作效率。强调管理应加以合理引导，使个人能在达成组织目标的同时获致个人目标的满足，它强调的是人们合理行为的内心自觉性，因而无须太多的严规戒律。X 理论就是人性恶假设，西方的科学管理理论也是建立在人性恶假设基础之上的，EMBA 课程中的集团管控、财务管理都是基于这种假设。X 理论认为人性是恶的，人的本性是懒惰的，因而必须采取全过程的控制方法，强化指导和控制，强化监督和条例。

西方还有一种重要的人性假设，即人性私。西方经济学都是以“人性私”假设为立论前提的。经济学家把企业看作是一个内部市场，把理论建立在关注自我利益的员工和上级间签订的效益合同与财产所有权转移的基础上。这些经济学家认为，每个人都是理性的、关注自身利益的、会算计的、趋利避害的、能最大限度发挥效用的代理商。只有当个人利益得到满足，并且伴有

监督和惩罚时，他们才会做出贡献。人性私的假设在现实中也是非常成功的，以“人性私”假设为基础的西方经济学的发展，对全世界经济发展有着巨大的推动。

那么，人性到底是怎么样的？本书的观点是：在市场竞争的背景下，人性在大多数情况下是自私的，有些时候表现出善的一面，有些时候表现出恶的一面。

首先，从人性善恶来讲，我们每个人都有善的一面，重视友情，同情弱者。所以才会有希望小学，有那么多人捐助贫困儿童上学；才会在汶川地震后，每个中国人都自发地多次捐款；才会有人落水时，一些人奋不顾身跳下去救援，甚至献出生命等。这都体现人性善的一面。

但人身上也有一半是恶的。人性恶最普遍、最轻微的表现就是妒忌。比如一个学院中有两个院长助理，张三比李四年轻三岁，提拔院长助理比李四早两年，但今年张三提拔成副院长了。李四没有得到提拔，心里想：不提拔我不要紧，但是也别提拔他呀！提拔他我心里就难受。这种难受归难受，不当回事还行，不影响别人还行。如果妒忌只是生闷气不要紧，关键有时候妒忌变成了恨，结果受不了就给人家使绊，在网络上散布谣言对人进行诽谤，写匿名信告状，等等。因为妒忌而导致的这些行为，是常见的人性恶体现。由于每个人都有人性恶的一面，因此才会发生我们给慈善机构捐助的善款被挪用；一些商家为了追求暴利，而制造假酒、假药、问题食品。

其次，在市场竞争的背景下，在大多数情况下人们表现的是人性私一面。也就是说只有满足了我的利益诉求，我才有可能满足你的利益诉求。

按照人性是混杂的假设，每个经理人身上都有善、恶、私，而且不同时间段、不同情景下都会体现出来。因此，如果不加以引导和监控，经理人就会变得只关注自身利益，而不顾及公司和企业家的目标。

### 2.2.3 基于人性假设的制度设计思路

公司治理的制度安排，一定要根据人性是混杂的这个特点来设计。最基本的指导思想和原则是：扬善抑恶，打造利益共同体。

扬善抑恶就是要通过制度设计来创造一种后天制度环境，在这个环境中，鼓励经理人要有好的品质。对于“善”不能压榨，只能靠激励，激发人性中“善”的部分，使经理人愿意为企业做贡献。为了能够使经理人茁壮成长，企业家必须通过精神和物质的激励来鼓励这种品质。EMBA的一些课程，如领导力、企业文化、学习型组织、管理沟通和人力资源都是为了创造这种扬善的后天制度环境。

后天制度环境中还有一部分是抑恶的，使人性中的“恶”不容易长大，能够及时发现，及时消除。公司治理中的约束机制实际上主要就是用于抑恶的。对经理人身上的不好的东西或不希望在企业中发生的行为，采取事先的约束制度，严格地约束。

比如，在处理拿回扣的采购经理时，具体做法可为：首先通过严格的制度告诉他，以后企业再发生类似的事情，一律开除。其次通过奖金或股权激励的办法，让他只要完成业绩考核，从明面上可以挣到多于暗地里拿到的。

此做法实际上就是“扬善抑恶”在制度设计中的应用：企业家要对那些导致投机取巧、挪用资产或其他与严格的行为准则背道而驰的行为进行严厉处罚；然后通过激励制度激发出经理人的的人性善行为。

在市场竞争的背景下，人性在很多时候又表现为“私”的一面。那么对于那些只有满足自身利益，才会有所贡献的人怎么办？这个时候企业家就需要一种利益安排机制，即打造“利益共同体”。这样经理人的积极性和主人翁责任感将会极大地提升。

企业家不要企图能够彻底地改造经理人的的人性，这基本上是不可能的。企

企业家应该正确认识人性，对人性善于驾驭和利用，构造一个好的制度环境，尽量能够减少人们不好的行为，以此来激发他们更好行为的发生和发展，这是公司治理制度安排的一个基本的思想和原则。

## 2.3 权利分配、程序主义和相互制衡

从某种意义上讲，公司治理制度就是西方政治民主制度在企业中的应用。将这两种制度对比，我们就会发现一个很有意思的现象：股东对应着选民，董事会就是企业中的议会，CEO 对应着总统，监事会则是司法机构的缩影。而且，公司治理制度和政治民主制共同面临的难题是：

- 如何将众多个人的意志转换为一个集体的意志，从而使这些人能够在集体中联合行动；
- 效率和行使强制性权力而建立权威，同时又要约束其不滥用权力。

由于没有血缘关系的人之间的利益冲突要大于有血缘关系的人，前者之间的合作也要难于后者之间的合作，所以公司治理制度和政治民主制度是在互相怀疑的基础上发展出来的。从本质来看，民主制是一种互相防范的合作制度，具体应用到公司治理制度上就是“疑人要用，用人要疑”。这种包含怀疑的民主制度对于大多数人来说意味着安全有保障，就像人们经过机场安检通道时，安检人员对每个乘机人的检查实际上是把每个人视为潜在劫机犯，但是所有乘客都没有认为这种制度是对自己的侮辱，因为它保障了每个人的安全。

民主制的基本原则就是“权利界定、程序主义和相互制衡”。在公司治理

制度中，权利界定意味着公司治理最核心的关键词是控制权配置和利益分配，公司治理是一个企业家、资本家和经理人涉及权力和利益分配的合约。

程序主义本是一个法律用语，指的是在执法和司法过程，要严格遵守法律程序，不可逾越，不可滥权。比如说大家明知陈某偷东西了，即使大家都知道，但是警方取证的方式不合法，所以证据不被取用，因此法院判陈某无罪。这种情况在重视法制的西方国家很普遍，它体现了严格要求执法和司法过程，不允许警察和法官用自己的主观判断来左右案件。公司治理的一个重要学科起源于法学，因此公司治理制度设计中也特别重视程序主义，强调预先用合同的形式将企业家、经理人和资本家的关系固化下来，在执行过程中严格按照约定进行。

具体来说，公司治理制度和公司管理制度在程序主义方面就会有较大差别，前者显得“呆板”一些，很多时候都需要用法律的形式将双方在未来的责、权、利方面做详细约定。比如企业家要给经理人实施一个提成奖金计划，只需要人力资源部出台一个计划即可，无须签署合同文件。但是，如果企业家要做股权激励计划，必须签署一个尽可能完备的法律合同，对双方各自的权利、责任、利益进行详细约定。这是因为，提成奖金本质上就是发钱，今年发多了，明年将规则改一改，少发点就可以。但是，股权激励发的是股份，发出去就收不回来了，经理人就变成了股东了，因此提前的约定就显得尤为重要。

相互制衡指的是公司治理的关键在于明确、合理地配置股东、董事会和经理人之间的权利、责任和利益，从而形成有效的制衡关系。从企业家的角度来看，公司治理的目的是为了防止其他股东和经理人来黑自己。但绝对不是反过去黑对方，因为这样玩到最后大家都是死路一条。健康的公司治理理念需要的是一种相互制衡机制，让企业家、投资人和经理人谁也黑不了谁，每个人为了实现自己利益最大化，可能都要牺牲掉一些自身的利益，首先让大

家的共同利益——公司利益最大化。在此基础上，最大化每一个企业参与人的利益。

2.4 公司治理与企业管理相融合

公司治理和企业管理是两个不同的体系：公司治理是企业治理制度的安排，是给企业提供一种运行的基础和责任体系框架，而企业管理主要涉及具体的运营过程，因而这两者考察企业的角度、研究企业的核心内容、在企业管理中地位和发挥的作用都不相同。但是他们之间不是完全割裂的，是存在有机联系的，因为他们有一个共同的目标：价值创造。

衡量一个企业的制度是否有效的标准，就是能否为企业创造价值，这是企业家和股东们所希望的。价值创造是一切企业的核心目标。能够创造高于资本成本的价值，是衡量经理人工作业绩的根本标准。要达到这样一个评判标准，就需要公司治理制度与公司管理制度如图 2-1 所示那样互相配合，相得益彰。

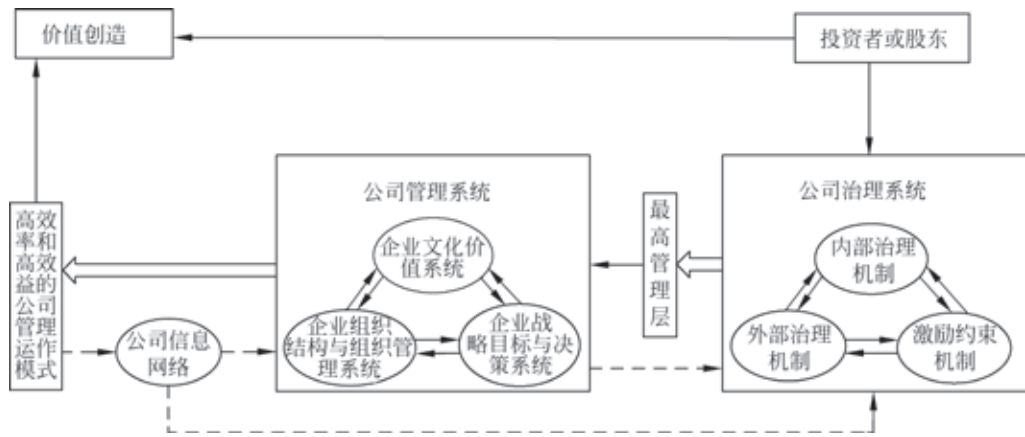


图 2-1 公司治理与企业管理的融合

价值创造是创造什么样的价值呢？是企业利益最大化？还是股东价值最大化？还是社会价值最大化？这个问题的答案其实就是回答了公司治理和公司管理价值创造以什么为目的。如果企业在创业阶段，这时候公司治理和公司管理价值创造的目的就是利益最大化，因为这个时候的企业最缺乏资金，为了生存下来必须以利益最大化为目标。过了创业阶段，进入成长期之后，公司治理和公司管理价值创造的目的就需要有两条主线结合：明线是社会价值最大化，暗线是股东价值最大化。社会价值最大化的目标可以使企业获得更多的社会资源和政府资源，股东价值最大化的目标将会使企业更具投资价值，在股权融资过程中可以获得更高的溢价倍数。

图 2-1 中的公司治理系统主要包括三个部分：第一个是基于董事会制度的内部治理机制；第二个是基于资本市场的外部治理机制；第三个是基于股权激励的约束机制。公司治理规定了整个企业运作的基本制度框架。

公司管理系统也由三个重要部分组成：第一个部分是企业战略目标与决策系统，这是企业管理体系中的关键环节，企业要想创造价值，战略分析、战略制定和战略实施是最基础的工作。第二个部分是企业的组织结构与组织管理系统，这是保障战略执行的系统。企业有了一个好的战略，还需要根据战略的需要对业务流程进行设计和规范。之后，要依照战略和业务流程的需要设计有效并能快速反应的组织结构。这包括组织结构设置和权力分配等。第三个部分是软件要素，即企业文化的价值观系统，涉及企业的价值观、工作作风、行为规范、文化传统等。它起着黏结剂的作用，将整个公司管理系统黏结成一个整体。

公司管理系统构建了整个公司的管理框架，但框架的运行还需要充实的内容，这就需要高效益和高效率的公司管理运作模式。企业高效的日常运作，包括计划、预算、激励和约束等环节。

图 2-1 表示的是公司治理和公司管理融合的作用机理：公司治理规定了整

个企业运作的基本制度框架，公司管理是在这个限定的框架下制定合适的战略、建立一个适应战略的业务流程和组织结构之后，将价值创造和长远的战略目标同各个部门、各个环节的日常工作联系起来。而且公司信息网络可以把日常管理运作中的问题反馈到公司管理系统和治理系统，及时围绕创造价值的目标进行修正。

公司治理与公司管理在制度设计上存在以下 3 个不同点：

- 从创造财富的角度来看，二者都是为了实现财富的有效创造，但是扮演的角色不同，公司管理是指如何创造更多财富的问题；而公司治理是研究如何分配财富，确保得到财富的人有更大的积极性继续创造财富。
- 从制度安排的层次来看，公司治理规定了整个企业运作的基本制度框架，公司管理是在这个限定的框架下规范企业趋向既定目标——价值创造。
- 从制度的具体内容来看，公司治理是股东大会、董事会、监事会、经理层的相互制衡机制、结构和联系的体系，公司管理是管理层及其下属人员确定目标以及实现目标所采取的行动，主要包括人力资源管理、财务管理、市场营销、生产管理等。

在公司治理和公司管理的融合中，要注意到它们之间存在着两个交叉点：

- 企业内部控制是公司治理和公司管理的第一个交叉点，都是为了保护股东资产不受侵害而设计。公司治理中的董事会基本职责之一就是监控经理人；公司管理的内部控制体系也是从财务管理、资产管理的角度保护股东的资产。

- 战略管理是公司治理与公司管理的第二个交叉点。董事会负责公司战略的制定、控制监督和实施效果评估，而公司管理则承担公司战略实施过程中的管理。其中，战略管理是公司治理与公司管理的外部交叉点，主要涉及企业外部各利益主体的利益调整，内部控制是公司治理与公司管理的内部交叉点，主要调整公司内部各利益主体的关系。

总之，只有公司治理和公司管理两个方面的共同努力，才能进行有效的管理工作，实现创造价值的总目标。众多事实表明，为社会和股东创造价值是良好的公司治理和公司管理工作的必然结果。相反，如果没有上述努力，即使在短时间内可以盈利，但企业价值的长远实现是没有办法得到保证的。

## 2.5 三个对等统一原则

公司治理研究的理论基础主要由企业家理论、委托代理理论和产权理论构成，但同时契约理论、合作预期理论、人力资本理论和团队生产理论也对公司治理做出了各自的诠释。在具体设计企业制度时，我们要对这些理论进行综合应用，做到三个对等统一。

### 2.5.1 剩余索取权和剩余控制权的对等统一

所谓剩余索取权，即企业总收益中扣除了税收和各种应缴费用以及合同上注明的利息、工资等应付的费用之外，剩余的那部分收益的索取权。<sup>①</sup>简单地

---

① 张维迎. 产权、激励与公司治理 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2005: 84.

理解，剩余索取权就是财务管理中所说的净利润和净资产。按照法律的规定，剩余索取权归股东所有。

剩余索取权为什么归股东所有？因为它是一种典型的风险收入，是对未来不确定性承担风险而带来的可能收益。在一个企业中，股东是愿意承担风险的，他们不按照合同拿固定收入，而是按照股份比例分享利润分红和资本增值部分。利润分红和资本增值部分是未来不确定性带来的风险收入，可能很多，也可能很少。股东是愿意承担这种风险的，所以对于股东来说享有剩余索取权就像一个形象的说法“富贵险中求”，好处是未来的收益可能会很可观；坏处是风险很大，有可能挣不到钱，还把股本赔掉。

而债权人、经理人和员工是不愿意承担过多风险的，因此，银行等债权人按照贷款合同的约定获得固定的利息收入；经理人和员工按照雇用合同的约定获得年薪等固定收入。对于他们来说，固定收入的好处是旱涝保收，坏处是未来的收益是明确的，不可能大富大贵。

所谓剩余控制权，是指合同中无法事前规定的、对企业资产和经济活动的指挥权。<sup>①</sup>比如我们到夏威夷去旅游，与租车公司签订合同租用一辆汽车，每天 50 美元，共五天 250 美元。这五天我到底跑多少公里，合同就没法约定了。当然，合同也可以约定五天时间内不能超过 750 公里，否则就加钱。但是车到手后，我怎么用，租车公司也无法监督了。我可以每天跑 150 公里左右，五天跑了 750 公里；也可以头三天总共跑了 150 公里，后两天跑了 600 公里。显然，对租车公司来说，对车辆保养有利的是第一种方式，但对我来说，怎么用车就不会按照租车公司的意愿了，而是根据我的需要。这就是这就是剩余控制权！

从上面的分析得知，剩余控制权的产生是因为企业中有些权利难以用合同

---

① 张维迎. 产权、激励与公司治理 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2005: 84.

的形式事先完全约定清楚<sup>①</sup>，因为未来总是充满着各种各样的不确定性。那么在企业中，剩余控制权掌握在谁手里呢？谁干活谁掌握，因此企业的大部分剩余控制权掌握在各级经理人手里。

这就出现了矛盾：剩余索取权归股东所有，剩余索取权是由掌握剩余控制权的人所创造的，而公司绝大部分的剩余控制权掌握在经理人手里，经理人却享受不到剩余索取权，他们凭什么要努力地去创造剩余索取权呢？

企业所有权安排的核心问题是如何在不同的企业参与人（即股东和经理人）之间分配剩余索取权和剩余控制权。那么剩余控制权和剩余索取权是一种什么关系呢？

其实这两者应该是对等统一的关系：享有剩余索取权的股东应该拥有最终的剩余控制权；拥有剩余控制权的经理人也应该获得相应的剩余索取权。这种对等是如此的重要，以至于可以说它是理解所有公司治理制度的关键所在。<sup>②</sup>

对等的第一个含义是拥有剩余索取权的股东一定要拥有最终的剩余控制权。股东在聘用经理人之后，会和经理人签订各种各样的合同，将公司的控制权授权给经理人。很多控制权都是可以委托给别人的，甚至财务管理也可以请专门的会计师事务所提供财务管理服务。但是为了维护投资资产的安全，企业最终的控制权即选择董事会成员或企业经理人的权利是绝对不能转让的，必须由承担最终风险的人，也就是拥有剩余索取权的股东掌握。如果一个股东连选择董事会成员或经理人的权利也不愿掌握，那么建议他不要投资做企业，最好把钱存银行，因为这样最安全。否则投资企业的话，企业玩到最后一定跟他没关系。所以，所有国家的法律都规定，只有股东会才可以选择董

---

① 张维迎. 产权、激励与公司治理 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2005: 84.

② 张维迎. 产权、激励与公司治理 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2005: 84.

事会成员。

对等的第二个含义是一定要让拥有剩余控制权的经理人也拥有剩余索取权。如果经理人的收入是固定的，他们就不会关心公司的利润增长和净资产收益的增长。这种情况下最终吃亏的还是拿剩余收入的股东。因此为了激励拥有剩余控制权的经理人的努力创造更多的剩余收入，就必须让他拥有剩余索取权，让“我的也是你的，你为我干也是为自己干，干我们家的活和干你们家的活是一回事”。这样就必然使得经理人创造剩余索取权的积极性高涨，而且还会极大地提升经理人的主人翁责任感。这就是要对经理人进行股权激励的理论基础。

### 2.5.2 风险和收益的对等统一

风险和收益对等原则是公司治理制度设计中的一个重要理念：在企业的利益分配中，承担多大的风险，就应享有相应的收益；同样，享有多大的收益，就应承担相应的风险。

#### 【案例 2.3】水库底种粮食

有一个村子叫马泉村，由于在村子中间修了一个水库，村子被一分为二，水库上游的叫上泉村，水库下游的叫下泉村。20 世纪 70 年代末，上、下泉村所在地连续三年大旱，收成很差，村民的日子过得非常苦。

第三年年底的时候，上、下泉村的村主任在一块商量怎么办？如果来年继续干旱，村民的日子就没法过。两位村主任认为别的地方都干旱没法种粮食，但是水库的库底还很潮湿，地下也有水，如果在水库底种粮食，或许还会有好收成。于是，两个村主任约定，如果两个村的村民都愿意的话，大家各种一半；如果有一个村的村民不愿意，另一个村就可以在整个水库底种粮食。

在水库底种粮食，风险是非常大的，如果第四年不干旱而下雨的话，将颗粒无收。上泉村的村主任和村民商量这件事的时候，村民提出下雨不干旱的风险由谁承担，村主任说没人承担，于是上泉村的村民都放弃了。

下泉村的村民也提出同样的问题，村主任表态说，如果来年下雨不干旱导致村民在水库底种粮食而颗粒无收，由他来承担村民的种子钱和肥料钱。但是，他同时也提出一个要求：如果来年不下雨继续干旱，村民们在水库底种粮食有了收成，每家必须要给他 100 斤粮食。村民看见有人承担风险，都放了心，并和村主任签了合同，开始在水库底种粮食。

第四年，马泉村继续干旱。这就意味着下泉村的村民们都丰收了，这时候每家都需要给村主任 100 斤粮食。但是，村民们集体反悔了，他们认为：村主任什么都没投入，只是和我们签订了个合同，凭什么给你 100 斤粮食？村主任一看这个情况，就急了。不理智的情况下找了几个本家兄弟，赶辆牛车，挨家挨户收粮食。村民们一看这架势，都给了。

从道德角度看，下泉村村主任的行为肯定不对，但从企业家的立场来看，该村主任的行为肯定是对的，因为体现了风险和收益对等原则。

企业在经营活动中时刻面临着各种各样的经营风险。经济学划分了三种风险态度，即风险爱好、风险中性和风险厌恶。经济学中的一个普遍假设是老板是风险中性者，而经理人是风险厌恶者。

由于老板和经理人的风险偏好不同，这就会导致他们在企业中的决策经常处于矛盾冲突之中。比如企业要做一个关于公司未来的重大决策，要考虑是否引进新项目。第一种情况是不引进新项目，企业只在原有的基础上扩大规模，在技术上不做或少做大的改进；第二种情况是引进新项目，进行技术创新，承担适当的风险从而带来更多的预期收益。从老板的角度而言，肯定愿意选择引进新项目，因为他们是风险中性的，都愿意为公司长期利益最大化

而承担一定的风险。但对经理人而言，选择不引进新项目能够保证职位和薪资的稳定。这是因为，选择引进新项目，虽然有可能使企业获得更大更好的发展，但短期内经理人的收入甚至可能会减少，而且经理人还需要承担业绩下滑而出现声誉受损的风险。同时头几年的创业过程中经理人的业绩一旦出现下滑，他的职位就会受到威胁，而继位者可能不劳而获地获取本应由前任所得的利益，也就是出现“牛打江山马坐殿”的现象。因此，作为风险厌恶者，经理人一定会选择投资风险较小的第一种情况。

为了让经理人做出与股东一样的决策，就需要在制度设计中将经理人未来承担的风险和其应得到的收益对等统一起来，最佳的办法就是在传统薪酬基础上再授予经理人股权激励。在现实生活中，高风险项目往往意味着高收益的预期，经理人在决策时考虑到自身持有的股份会随着企业风险增大而增值的因素，就会在进行风险项目选择时权衡项目风险给其自身所带来的收益和成本，如果经理人预期其自身持有的股份增值将高于高风险项目所导致的风险成本，那么经理人就会与股东一样选择高风险项目。

### 2.5.3 激励和约束的对等统一

企业家参加 EMBA 和 EDP 课程学习的一个重要目的就是为了“管”好经理人。如何才能管好经理人呢？领导力、人力资源、公司治理、财务管理、企业文化、执行力等课程都从各自的学科角度给予大量的建议，但实际情况是，企业家学习了一大堆方法，回到企业却难以落到实处。其实“管”好经理人很简单，企业家只要掌握两种武器就可以了，即恩惠与约束。具体使用原则就是我国古代的帝王之术——恩威并施。

### 【案例 2.4】唐僧为什么能当师父

有些人读完《西游记》会有这样的困惑：唐僧只会念念经，但为什么却成为三个神通广大徒弟的师父呢？

唐僧之所以成为师父，是因为他掌握了作为领导者必须掌握的两大武器：恩惠与约束。首先，唐僧是三个神通广大徒弟的恩人。孙悟空大闹天宫，被如来佛压在五指山下，只有跟随唐僧西天取经，才能被放出来；猪八戒和沙僧本是天上的神仙，触犯了天条，只有跟随唐僧西天取经，才能修成正果。因此，唐僧是三个徒弟的恩人，具有天然的道德优势，三个徒弟必须听他的。但是，只有恩惠是不够的，在“三打白骨精”的时候，唐僧和孙悟空产生严重的意见分歧，孙悟空威胁要一棍子打死唐僧。后来为什么不打了呢，因为这个时候出现了紧箍咒。唐僧通过紧箍咒来约束了孙悟空，又通过孙悟空来约束了猪八戒和沙僧。

因此，唐僧在西天取经路上很轻松，每天的主要工作就是念念经。之所以如此轻松，就是唐僧把恩惠与约束这两个武器已经玩得炉火纯青了。

“恩威并施”用公司治理的术语来表达就是激励与约束的对等统一。这两类制度是针对人性是混杂的这一特点而设计的，缺一不可。

公司治理中的激励机制和约束机制不可能单独取得好的效果。约束机制强调对经理人的监控和制约，激励机制强调的是股权激励。但如果制度设计中偏重约束机制，虽然有可能消除一些经理人黑老板的问题，但是一方面却会付出较大的制度成本，另外也不利于鼓励经理人承担风险，追求企业价值最大化。但如果一味依赖激励机制如股权激励制度，而忽视对经理人的监控和制约，就有可能出现企业家激励经理人的同时，经理人也在用各种方式损害企业家的利益。如果缺乏约束的激励，可能还会出现“被激励”的经理人为获得到期的增值收益而做出侵害股东利益的行为。因此公司治理的制度设计

中一定要强调约束机制和激励机制的对应统一。

## 2.6 “资本+知识”的利益分配模式

按照契约论的观点，企业是两类资本即人力资本和财务资本的“必要性合约”，企业就是这两类资本在双方共同自愿基础上的一个合作性交易结果。在一个企业中，老板出的是财务资本，但是仅仅有钱还不能运作，还必须需要人力资本，只有这两个资本结合起来才能办一个企业。在这两类资本中，最关键的是人力资本。

人力资本实际指的就是每一个自然人所拥有的知识，这就包括一个人的经验、技能和创造能力等，这些都属于每个人的特定知识。人力资本与财务资本相比，有着许多不同的特点，而这些特点导致了公司治理问题的产生。

第一个特点是，人力资本的价值难以做出正确评估。财务资本是很容易科学评估其准确价值，投了 30 万元人民币，那 30 万元就在公司账上；投的是厂房、设备，厂房和设备的折旧每年都能算出来；投的是土地，土地的增值也是能评估出来的。但是人力资本是一种无形的资本，看不见，摸不着，很难准确地评估出其真实的价值。

第二个特点是，人力资本和其所有者是不可分离的。财务资本和其所有者是可以分离的，比如投资者可以人在北京，但是在深圳投资一家企业。但人力资本不一样，经理人走到哪儿就把自己的人力资本带到哪儿，不可能和它的所有者分开。

一个老板对外宣称公司拥有多少人力资本的一个前提条件就是经理人不能离开，经理人一旦离职，人力资本就会被带走。那么，如何才能把经理人的“人力资本”变为“企业的人力资本”呢？前提是一定要把经理人留住。作为股东的

老板拥有财务资本，经理人拥有人力资本。为了将经理人留住，老板一定要将自己的一部分财务资本给经理人，从而将经理人的“人力资本”沉淀为企业的“人力资本”。

第三个特点是，人力资本具有很强的“隐蔽性”信息。经理人到底有多大的人力资本，实际上老板是不知道的，没有一个老板知道经理人的潜力到底有多大。经理人如果愿意为企业多做工作，尽心尽力把自己的才能发挥出来，可以为企业贡献他的人力资本，贡献他的知识；但是如果他不想为企业努力工作，那就可以把他的人力资本隐藏起来，老板很难发现。正是因为人力资本具有这样一个不同于财务资本的属性，所以在公司治理问题中，最困难的就是对经理人的管控问题。换句话说，人力资本是“主动性资本”，一个人是否愿意贡献自己的才华取决于他的主动性，如何调动经理人的积极性就成为公司治理的关键问题。

企业最核心的不是现金和资源的问题，而是人力资本。只要公司的商业模式成长性好，从资本市场上找到钱还是一件比较容易的事。做企业最重要的是经理人的积极性，有丰富而充足的人力资本就可以把企业由小做大、由弱做强，反过来如果经理人没有积极性，投入再多的财务资本都会被耗空，终将一事无成。

因此，对于一个企业，尤其是一个非常依赖人力资本的企业，在剩余索取权的安排上，一定要让人力资本的所有者即经理人拥有剩余，即按照“财务资本+人力资本”，也可称为“资本+知识”的原则来构建剩余索取权的分配模式。在这种模式下，财务资本的拥有者和人力资本的拥有者被打造成为利益共同体，才有可能激励经理人愿意承担风险为股东创造价值，才有可能将经理人的“人力资本”转换为企业的“人力资本”，创造出更多的财务资本。

## 2.7 制度有效性的判断原则

企业家自己或者请咨询公司设计的公司治理制度是否符合自己企业，除了看这种制度是否满足使用起来成本最小、收益最大这个判断标准之外，还要看这种制度是否满足了个人理性约束和激励相容约束这两个条件。个人理性约束和激励相容约束是经济学中是否能对经理人进行有效激励的重要标准。

个人理性约束，又叫参与约束。其目的是为了使投资者愿意投资，经理人愿意成为投资者的代理人。也就是说，投资者和经营者出于自身利益的考虑，愿意结合起来组成一个企业。这就需要企业的制度设计中有个合理的利益分配机制，使得出资人愿意出钱，经理人愿意努力干。

激励相容约束，即如何使经理人积极地工作，并对自己行为负责。激励相容有两层含义。首先，在人性私的情况下，经理人的行为会按自利的规则行为行动，这时就需要公司治理制度使得经理人追求个人利益的行为，正好与企业实现集体价值最大化的目标相吻合。也就是说，在这个约束条件下，老板想要得到的结果必须符合经理人的利益，经理人是在最大化自己利益的基础上为企业家努力的，违背经理人的意愿将得不到最优的结果。

其次，制度设计一定要使得股东愿意监督经理人。这一点看起来天经地义，哪个投资人不愿意监督经理人以保护自己资金的安全？但现实生活中并不一定是这样，比如，从法律的角度来看，一个人只要买了上市公司的股票，他就是该上市公司的股东。但是有多少股民参加过公司的股东大会？有哪家上市公司会邀请它的股民参加股东大会？如果邀请了，有多少股民愿意参加？这主要是因为我国的资本市场在制度设计上存在着很大的问题，股民们没有办法也没有积极性去监督企业的大股东和经理人，也不关心企业真实价值增长，只关心一些所谓的“内幕”消息，从而决定买卖自己手里的股票。我国的股票市场如果不从制度设计角度解决激励相容约束的问题，将永远只

是一个投机市场。

激励相容约束对于非上市公司的制度设计也是非常重要的。比如，现在非上市公司非常热衷于给予经理人股权激励，这本身是一件好事情，但一定会取得好的效果吗？这就要看方案本身是一个分钱方案还是一个公司治理制度。经理人在得到股权激励后，其身份就变成了股东和经理人双重身份，但是如果经理人只是惦记着在锁定期后将所得股份急于套现，那么这种方案并不是一个股权激励方案，只是一个分钱方案而已。股权激励作为公司治理的一种重要手段，其方案设计一定要使得经理人得到股份之后，能够像老板一样关心企业发展，把自己当成企业的主人，这样的方案才是一个典型的公司治理制度。

因此，我们可以将是否满足个人理性约束和激励相容约束这两个条件作为判断公司治理制度是否有效的重要标准。公司治理可以理解为企业的所有利益相关者之间的一组合同安排。一个有效的公司治理制度必须满足个人理性约束和激励相容约束的条件下最大化企业的总价值，必须是一个多赢的制度安排，不可能通过对一方的损害使得另一方牟利。因为这些合同是自愿签订的，如果存在着对某一方的损害，受损害的一方可以退出。



## 第 3 章

# 股权结构与控制权争夺

- 3.1 控制权私利与股东剥夺
- 3.2 集团股权结构与剥夺动机
- 3.3 剥夺的秘密与控制权配置
- 3.4 剥夺典型案例：众合机电的前世今生
- 3.5 解决“小”股东剥夺问题的基本思路



股东“黑”股东的问题，主要有两种体现形式：第一种是上市公司的控制性股东通过上市公司圈钱，将钱转移到自己控制的私人公司；第二种是一般公司中大股东各种各样欺负小股东的形式。在这两种形式中，股东“黑”股东的手段都是通过股权结构的设计获得对企业的控制权，从而将企业作为牟取利益的工具。

本章重点讨论第一种问题，一般来说，上市公司股东间相互“黑”的问题被称为上市公司的控制性股东对非控制性股东利益的剥夺，或者称为控制性股东对上市公司的掏空行为。剥夺的意思是指控制性股东把本属于非控制性股东的利益进行剥削和掠夺；掏空的意思是指控制性股东将上市公司的利益和资产转移到自己手中，使得上市公司成为一个空壳。

本章中将会揭露上市公司资本大挪移的运作技巧。需要提醒的是，这些运作技巧原本是资本运作过程中四两拨千斤、以较小代价获取较大控制权的一些资本运作方法，本无道德上的善恶之分，但是被上市公司的控制性股东利用，就变成了剥夺非控制性股东的工具。这就有点像手枪，如果掌握在警察手里，它是维护正义的武器；但如果掌握在歹徒手里，它就变成了杀人的凶器。因此，阅读本章的读者注意，可以将本章讨论的内容用于未来企业的投融资中获利，但千万不要用本章讨论的内容去黑别人。

### 3.1 控制权私利与股东剥夺

我国资本市场建立伊始，就存在着“一股独大”的问题。这是由于我国处于特定的经济转型时期，在上市公司中存在流通股和非流通股的二元股份制所造成的。那么在现实生活中，世界范围内股权到底是分散还是集中呢？经理人“黑”老板的问题和股东“黑”股东的问题哪一个更严重一些？为什么世界范围内的企业都热衷通过股权的纽带建立不相关的多元化企业集团，热

衷在资本市场上进行“造系运动”呢？

### 3.1.1 股权分散是特殊现象，一股独大是普遍现象

股东黑股东的问题在 20 世纪 90 年代之前研究较少。1997 年亚洲金融危机之后，随着东亚和东南亚国家很多公司的内部结构和运作过程被曝光，美国投资者在亚洲资本市场上损失了不少资金。学者们才意识到股东“黑”股东的问题对于上市公司来说可能比传统的经理人“黑”老板的问题更加突出，因此才逐渐被理论界和监管层所关注。

对全世界上市公司大股东有透彻研究的学者主要有 LLSV<sup>①</sup> 和郎咸平教授等。LLSV 在这方面作了开创性的研究。随后，郎咸平教授和其研究合作伙伴拓展研究了东亚、西欧、美国和加拿大的情况。他们的研究发现：上市公司中控制性股东“黑”非控制性股东的问题在全世界很多国家和地区都客观存在。

LLSV（1999）的研究发现，在最发达的 27 个股票市场上最大的上市公司中，超过 60% 的上市公司中总是存在一个持股比例很大的股东，并且由这个大股东加以控制；只有 30% 的公司是公众持有的。30% 的公众持有公司绝大多数是在美国和英国的资本市场上。因此，公司治理中的一个假设前提即股权分散实际上只是美国和英国上市公司的特殊现象，一股独大不是我国资本市场的特殊现象，而是世界范围内的普遍现象。

郎咸平和他的研究伙伴的后续研究也验证了 LLSV 的结果。郎咸平和 Claessens、Djankov（1999）的研究发现，在东亚和东南亚国家里，超过 2/3 的上市公司都存在着一个超级大股东。在这些被大股东密切把持的公司里面，大约 60% 的经理人常常是超级股东的家族成员。在一些国家，很大一部分资

---

① LLSV 指的是哈佛大学的 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. 和芝加哥大学的 Vishny R. 四位教授。

产控制在少数家族手中，如印度尼西亚、韩国、马来西亚，受大股东控制的上市公司的比例甚至达到了80%。郎咸平和Faccio（2002）的研究发现，西欧一些国家，如意大利和比利时等和东亚的情况一样，绝大多数上市公司中都有着存在一个超级大股东，而且由家族控制的上市公司比例达到45%左右。

由此看来，在资本市场上，股权分散只是英国和美国上市公司的特殊现象，而在世界范围内，一股独大却是普遍规则。

### 3.1.2 一股独大的根本原因：控制权私利

分散投资是现代金融学的理论基础之一，因为“不要把所有的鸡蛋放到一个篮子里”是为了规避投资风险而应该遵守的投资理念。但是上市公司一股独大的现象却与这种理论相冲突，大股东的投资没有被分散，因此必然会承受过多的风险。那为什么大股东会把财富集中到个别公司的股票上呢？

学者们的解释是，一股独大现象的出现是复杂的，股权集中及大股东的出现，是受到政治、经济、法律和文化等多方面因素共同作用的结果。从德国、日本和中国的上市公司来看，也许以上因素对于一股独大现象的出现是非常重要的。但是更加重要的是，大股东除了持有大宗股权可以给其带来分红之外的收益，是不是还有一些特殊的、桌面之下的收益呢？

LLSV（1998）和LLS（1999）的研究验证了我们的猜测。他们的研究发现，法律对中小股东权利的保护程度是一股独大现象出现的重要原因。一个国家的公司股权结构是否集中与该国对股东权利保护的情况、法律法规和会计准则完善程度密切相关。投资者法律保护较好、信息披露制度较严格的美国、英国等资本市场发达国家，由于当大股东的成本较大，没有人愿意做大股东，因此公司股权结构相对分散；而在一些新兴市场国家，由于法律及其实实施对中小股东的保障不健全，当大股东的成本小，而且还有“黑”小股东

的好处，因此则比较容易出现一股独大现象。

在法律对中小股东权利的保护程度不利的情况下，控股大股东就会通过对上市公司的控制来侵害中小股东以谋求个人私利。这种通过上市公司控制而获得的个人私利就被称为控制权私利。控制权私利有合法的和非法、合理的和不合理之分，但大多数是不合理、非法的，主要指只有控股股东才能够享有而其他股东不能享有的收益。

控制权私利分为金钱和非金钱两方面，非金钱方面主要是指控制性股东将上市公司变成自己个人王国，满足自己在权力和名誉上的需求，但是控制权私利主要指的还是金钱方面。在金钱方面，控制性股东获取控制权私利的主要方式就是关联交易、金融运作（抵押、担保）、资产置换、转移风险、配股和分红等，当然也包括内幕交易、秘密收购和低价定向增发新股等方式。

除美国和英国的资本市场之外，绝大多数国家的上市公司中，最主要的公司治理问题已不是经理人黑老板的问题，而是最终控制大股东剥夺外部中小股东的利益冲突问题。

### 3.1.3 案例分析：王先生的资本运作

综观我国上市公司中控制性股东对中小股东利益侵占的方式，一些是违法行为，更多的是利用法律制度的缺陷在资本市场上对中小股东的利益侵占。下面的案例是一个综合了收购国企、资产置换、转移风险、违规担保、房地产暴利等剥夺手段的“资本运作”，全方位反映了我国上市公司中控制性股东进行利益剥夺的常用手段。

**【案例 3.1】王先生四两拨千斤的资本运作<sup>①</sup>**

王先生是做贸易起家的，之后采用“实业+金融”的模式控制了两家在我国香港的上市公司，在国内和海外的业务都取得了较大的发展。20世纪90年代后期，王先生已经建立了一个包括大陆业务、香港业务、东南亚业务和美国业务的大型企业集团。他旗下的公司有上百家。不过，这些公司并不都是王先生直接注册、归属他人名下的，相当一部分公司由他在幕后进行间接控制。

在建立企业帝国的过程中，王先生通过控制上市公司、收购国有企业、介入房地产开发等方式来运作。

当我国第一次住房改革，也就是从福利分房到商品房的时候，王先生敏锐地意识到这是个千载难逢的好机会。他认为，在一个国家或地区经济发展的早期阶段，最容易快速敛财、快速致富的领域就是房地产。事实上，在我国香港和东南亚很多地区，最富的富豪往往都是经由房地产行业起家的。所以，王先生很早就开始进行调查，培养各种关系，寻找合适开发的土地和项目。

开发房地产项目有很多做法，在我国房地产行业刚起步的时候，和政府搞好关系，通过协议获得土地进行开发是一种最常规的做法。王先生提出两条腿走路的思路，也就是首先和其他房地产公司一样，通过协议拿地。另外一条，就是收购亏损的上市国有企业。亏损意味着付出少量的资金就可以获得控制权；上市资格意味着圈钱的便利；而且最早国有企业都建在郊区，而随着城市的发展，这些国有企业都处于城市的黄金地段。既然是亏损，在收购国有企业的时候就像国资委提出扭亏为盈的方案：将国有企业的一部分主营业务变成房地产开发，第一个开发项目就使用国有企业原有的土地，然后将国有企业整体搬迁到高新技术开发区。本案例重点介绍的就是王先生的第二种玩法。

王先生在沿海地区的某个城市找到了一家符合条件的上市公司，于是，他

---

<sup>①</sup> 资料来源：宁向东. 公司治理理论 [M]. 北京：中国发展出版社, 2005：364—368.

开始了如下的运作过程。

这家亏损的国有企业的第一大股东是该市的国资局，持有上市公司 46% 的股份，王先生向国资局协议购买了 28% 的股份。为什么不多买一些呢？按照我国证监会的规定，上市公司的股份转让超过 30%，收购者就要向所有股东发出全面要约收购，王先生的收购是为了获得上市公司的控制权，并不是为了退市，所以肯定不会发出全面要约收购；那么就得向证监会申请豁免要约收购，这必然会增加操作难度。28% 的比例已经使王先生成为该上市公司的第一大股东，而且 20% 的国有股东也支持他，王先生成为上市公司的实际控制人。整个股权交易价格是 1.3 亿元，采用分期付款的方式，首付 4 000 万元，王先生就可以进入公司，以后再分两期结清余款。

但是，王先生现金流状况不是很好，只付了 2 000 万元后，当地国资局就违规操作将股份转让到他名下，为此王先生获得了该上市公司的控制权，他在事后又通过补充协议把一部分首款的支付时间推迟了几个月。王先生在整个运作过程中，只出资了 2 000 万元。

在取得了控制权之后，王先生开始着手进行资本运作，不断套取现金。在收购完成的时候，该上市公司的业务种类非常多，有相当一些业务因为管理不善，盈利状况较差。在这种情况下，王先生提出对公司业务进行整合，将公司主营业务确定为房地产开发。王先生将公司原有的一个主要业务关闭，将其厂区搬迁，原有地点作为一个房地产开发项目加以经营。这个项目和其他投资的地产项目就成为了公司的主业。

对于非主业的经营业务，王先生的策略是完全出售。他开始有针对性地对、有选择地处置这些业务。他把一些在长期看有相当潜力的业务出售给自己的其他投资企业。由于王先生的很多控制性企业并不是由他自己出面注册的，控制关系也比较复杂和隐蔽，因此，这些出售活动在外界来看，往往看不出是关联交易。在向自己的企业出售资产时，王先生通过控制中间的评估程序和评估机

构，采用非常低的价格就进行了转让，而这些资产在转让之后，如果以股权来出资，大多都可以被估价在十几倍以上。这样算起来，从出卖资产得到的收益就完全将王先生的2 000万元投资收回了，这是王先生的第一笔回报。

如图3-1所示，在开发房地产的过程中，王先生并没有交给上市公司来完成，而是以自己几个亲属的名义注册了一家投资管理公司A。在王先生的安排下，A公司和上市公司联手注册了一家以房地产业务为核心业务的子公司B。在B公司的最开始的股权结构中，上市公司出资70%，A公司出资30%。而且B公司的盘子并不是很大，目的主要是为日后方便做股权的变更。由于A公司和B公司的盘子不大，银行给B公司贷款的时候就需要担保，王先生就让上市公司进行担保。这样，风险就由上市公司来承担，而收益却由王先生独享。

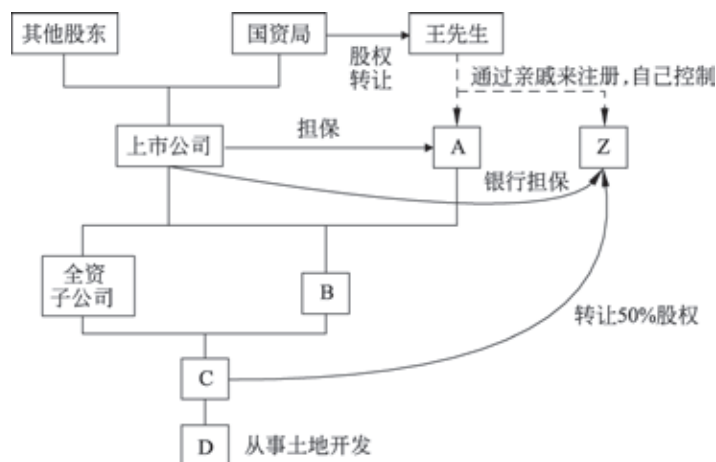


图3-1 与房地产项目有关的公司结构

那么，是否由B公司来进行土地开发呢？当然不是。B公司又再次与上市公司的全资企业以90%对10%的出资比例注册了C公司，并由C设立了全资子公司D公司作为项目建设公司。整个开发项目由D公司来操作。

设计如此复杂的投资结构的关键在于：如果用B公司作项目的开发公司，由于它是上市公司的子公司，那么所有活动都要按照要求由上市公司对外进

行披露，财务报表也需要合并。而由 D 公司进行项目开发活动，整个项目的具体进行细节就没有外部监督了，便于事后的各种运作。

不得不说王先生的眼光是独到的。由于地段的选择和房屋设计方案比较好，地基刚挖，第一期的几栋楼很快就被销售一空。但是当时预售证还没办下来，这时按规定是不能销售房屋的。如果实际上已经出售了，预售款就不能入账，因为入账就意味着公开了违反规定的情况。在这样的背景下，这笔钱就变成了账外现金。

王先生非常隐蔽地处理了这笔账外现金，绝大多数都被他通过各种手段转移到自己的各个直接控制的公司中。其中的一部分被王先生用来支付给国资局剩下的 1.1 亿元的购股款。还有一部分被转移到 A 公司，用来向 B 公司进行增资。

当 A 公司有了很多资金之后，王先生着手对 B 公司进行增资。在王先生的操纵下，上市公司董事会做出决议，两次接受了 A 公司的增资，而上市公司不再出资。由于 B 公司在最初注册的时候规模并不是很大，所以，A 公司的增资很容易就将自己在 B 公司的股权从 30% 增加到 70%，而上市公司在 B 公司的股份就被稀释到 30%。这种股权变更的做法，实际上让上市公司承担了 70% 的风险，却只能享有 30% 的收益；而王先生承担了 30% 的风险却享受到了 70% 的收益。第一期项目的销售是 20 亿元，当时的房地产行业的净利润保守估计是 30%，那么王先生第一期项目的利润为 6 亿元。按最早的股份比例，上市公司应该分得 4.2 亿元，但是到分红时，股份比例变成了 30%，只能拿到 1.8 亿元，其中 2.4 亿元被王先生拿走了。这是王先生的第二笔收益。

由于这个项目分三期进行，在第一期项目结束之后，为了在后续的项目中再多分一杯羹，王先生又让上市公司将在 C 公司的股份拿出 50%，卖给了自己控制的私人公司 Z。这就意味着，从第二期项目开始，上市公司连 30% 的收益都保障不了了。

当然，这还不是王先生最终的收益。王先生还通过控制上市公司获得了

另外两个比较大的收益。首先，是通过上市公司为自己的私人企业进行担保，获得了数量巨大的贷款。第二，由于“盘活”了国有资产，王先生与当地的一些官员建立了良好的“关系”，这些“关系”帮助王先生储备了很多有升值潜力的土地。不过，获得这些土地的并不是上市公司，而是王先生自己控制的另外一些私人公司J公司和K公司等。

在案例中，王先生的出资额仅仅是2 000万元，但其显在和潜在的总收益保守估计应超过15亿元，这些都是从中小股民和国家手中剥夺而来。我们平时所推崇的资本市场“四两拨千斤”的运作技巧，更多的是类似的股东剥夺行为。作为投资者来讲，识别这样的行为是比较困难的，但是为了保证投资安全，对类似本案例中这些最基本的剥夺手段最起码要能辨别出来。当然，此类问题最终的解决关键在于法律对中小股东实际保护的程度。

### 3.2 集团股权结构与剥夺动机

如果一个上市公司的大股东没有其他的公司，那么他虽然是控制性股东，但实际上并不太会出现剥夺中小股东的情况。但是，这样的上市公司是比较少的。一般来说，上市公司只是某个多元化集团公司或控股公司下属的一个子公司，他们的实际控制人往往通过复杂的股权和债权结构控制着整个集团。上市的并不是集团整体，而只是其中一个概念较好，比较容易在资本市场上融资的子公司。

战略管理的专家对于集团公司的多元化有着明确建议，与主营业务相关的多元化是可行的，而无关的多元化会分散企业的精力，是不赞成的，这就是西方的归核化战略管理思想。这实际上就是企业是“做大做强”，还是“做

强做大”的问题。经过多次的培训和学习之后，企业家都是知道这个答案的，企业一定是先做强再做大，不要盲目地进行无关多元化。

但是现实中的情况却不是这样的，尤其是在新兴的资本市场，众多控制着上市公司的集团公司往往跨了若干个行业进行多元化发展，和西方的归核化战略管理思想<sup>①</sup>是相悖的，这是为什么呢？

3.2.1 典型的集团公司股权结构

从管理的角度看，新兴市场上的集团公司股权结构基本上是一盘散沙，各管各的。宁向东（2005）认为，许多存在控制性股东的集团公司都具有图 3-2 所示的典型结构，并且将这种集团公司的股权结构称为企业系族。他认为作为企业系族的集团公司应具有以下几个基本特征：<sup>②</sup>

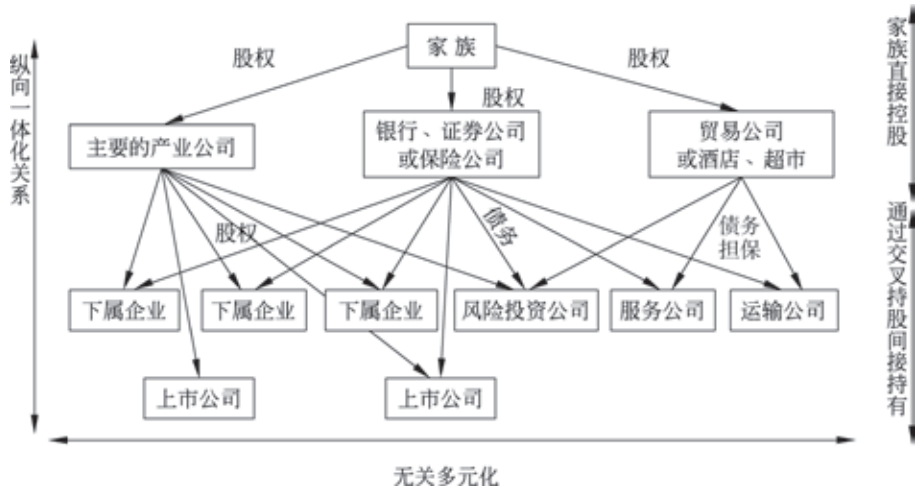


图 3-2 企业系族的基本结构

① 归核化战略管理思想就是指围绕主业的多元化战略。  
② 以下内容参考和引用了：宁向东. 公司治理理论 [M]. 北京：中国发展出版社，2005：57—59.

第一，企业集团的实际控制人一般是一个家族控制或几个家族联合，一个家族控制的情况更为常见。

第二，家族直接控制的企业有主要的产业公司，银行、证券公司或保险公司等金融机构，以及贸易公司、酒店和超市等。

主要的产业公司是家族抓住历史机遇，靠其发家的企业。如对于民营企业家刘永好的新希望集团来说，这个主要产业公司指的就是新希望的饲料集团。

在家族企业集团的发展过程中，一定会想办法控股或参股一些金融机构，如银行、保险公司或证券公司。这是为了寻找家族企业集团金融运作的平台，并将这个平台作为家族实施控制的一个重要工具。我国的一些企业家在这方面学得比较快，从失败的案例看，早年有新疆德隆成为东方人寿的最大控制者；近年有大连实德相继参股或控股生命人寿、太平洋保险、大连市商业银行和华汇人寿等。从目前还算成功的案例来看，希望集团是民生银行的发起人和大股东，泛海集团是民生证券的大股东。

在家族直接控制的第一层企业中，通常都会有贸易公司、酒店和超市等流通性企业，这些流通性企业一般来说都是收益好，现金流比较稳定，这主要是用于解决整个集团的现金流问题。比如，屈臣氏就为李嘉诚集团解决了现金流的问题。

第三，以主要的产业公司、金融机构和流通性企业为核心，第一层的公司之间通过复杂的股权和债权关系形成第二层次的企业。第二层次的企业包括各种实业企业、股权投资企业、商业流通企业。

图 3-2 中的下属企业就是各种实业企业，在第二层次的实业企业中，家族不会单独投资，而是会采用在保证控制权的前提下和外来投资者共同投资。

家族企业集团还会在第二层次的企业中构建风险投资公司或私募投资公司，目的就是为家族构建股权投融资的平台。中国的家族企业集团往往都拥

有这样的股权投融资平台，如景顺长城基金和香港高登的实际控制者是大连实德集团。

第四，还有很重要的一点，就是在企业系族当中一定要有一部分公司上市，但不能把所有的公司都变成上市公司，一定是少数企业上市。并且，企业系族要通过各种办法对上市公司施加控制。在上市公司与上市公司之间，在上市公司和非上市公司之间，往往会存在很多的关联交易。这些关联交易是由企业系族的控制人来协调的。

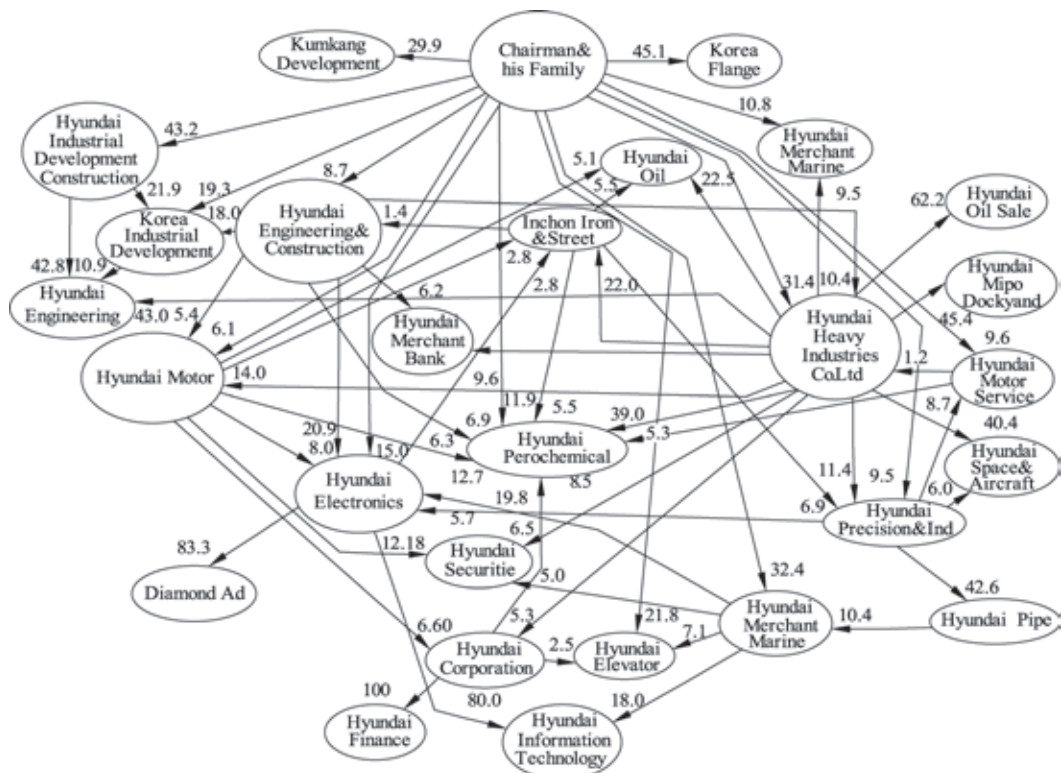
把以上所有因素集中在一起，就形成了一个家族控制的企业系族。在企业系族结构中，公司上市的目的就很明确了，绝对不是为了融资，而是为了圈钱。圈来的钱放在哪儿呢？可以肯定的是不会放在上市公司，而是通过复杂的关联交易等手段转移到控制性股东控制的私人公司中。当然，最终目的是转移到企业集团的最上层——家族手里，同时将家族里不好的资产搬到上市公司。

对于新兴市场的企业来说，上述的企业集团股权结构确实能起到分散投资风险、提高融资效率、降低交易成本的作用。但是有了这样的股权结构之后，在法律对中小股东保护不健全的国家，大股东通过“黑”其他股东获取巨额收益的积极性就大为增加，因为他们只要付出较小的代价就可以获得巨大的收益。这可以解释为什么在美国和英国的企业很少有上述的企业集团结构，而在其他国家和地区却大量存在。

我们选取了符合上述集团股权结构的例子，图 3-3 是韩国现代集团的股权关系和结构、图 3-4 是现代集团的内部交易状况、图 3-5 是“希望系”的集团结构、图 3-6 是李嘉诚家族的集团结构、图 3-7 是瑞典 Nords Trom 家族的集团结构。

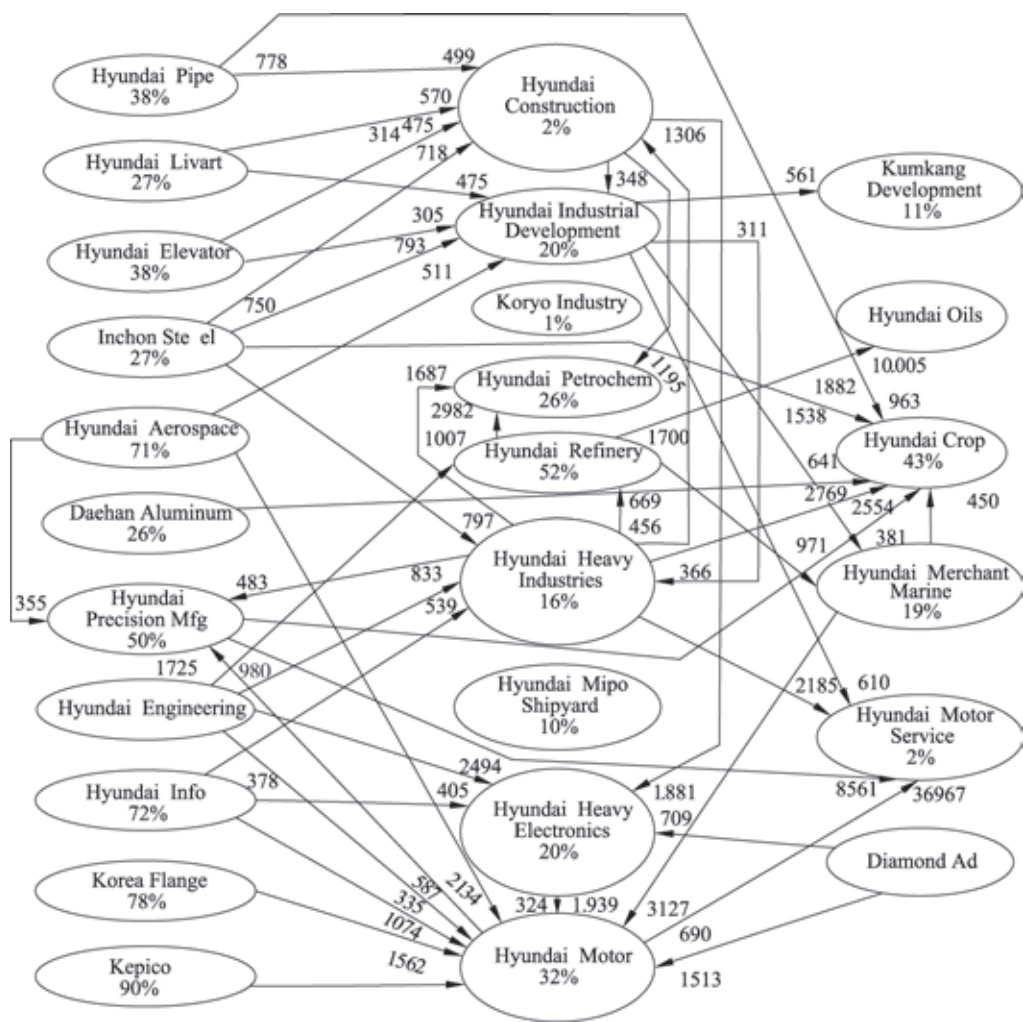
在上述的几个例子中，有两个共同特点是需要关注的：首先是在具有集团股权结构的企业系族中存在着大量产品、劳务和资产的关联交易，以及大量的抵押担保等金融运作；其次是控制权和现金流所有权产生分离，集团股权

结构最上层的家族在每一层企业的股权设计中，都使得控制权和现金流所有权产生分离，也就是通过较小的现金流所有权获得较大的控制权。

图 3-3 现代集团的股权关系与结构<sup>①</sup>

第一个特点说明企业集团股权结构为控股股东通过关联交易、金融运作等手段黑其他股东提供了便利。第二个特点颠覆了我们对“一股一票”的认识，股权中的控制权和现金流所有权居然可以不对等，这恰恰是控股股东黑其他股东的奥秘所在。

① 资料来源：宁向东，公司治理理论[M]，北京：中国发展出版社，2005：59.

图 3-4 现代集团的内部交易状况<sup>①</sup>

### 3.2.2 集团股权结构的合理理由

存在不一定是合理的，但一定是有道理的。新兴市场上存在大量具有复杂

① 资料来源：宁向东. 公司治理理论 [M]. 北京：中国发展出版社，2005：60.

股权结构的企业集团，并不都为了圈钱。实际上，如果不是用于“黑”别人，从金融和资本的角度看，无关多元化在新兴市场的兴起是有一定的道理。

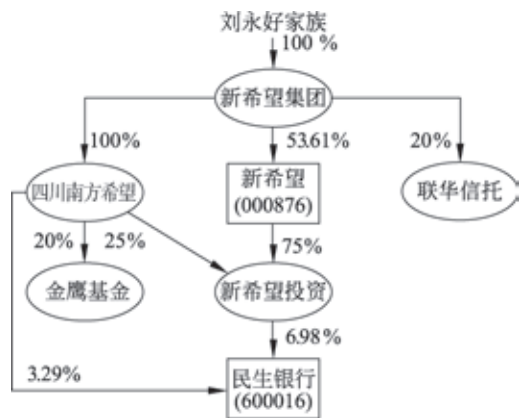


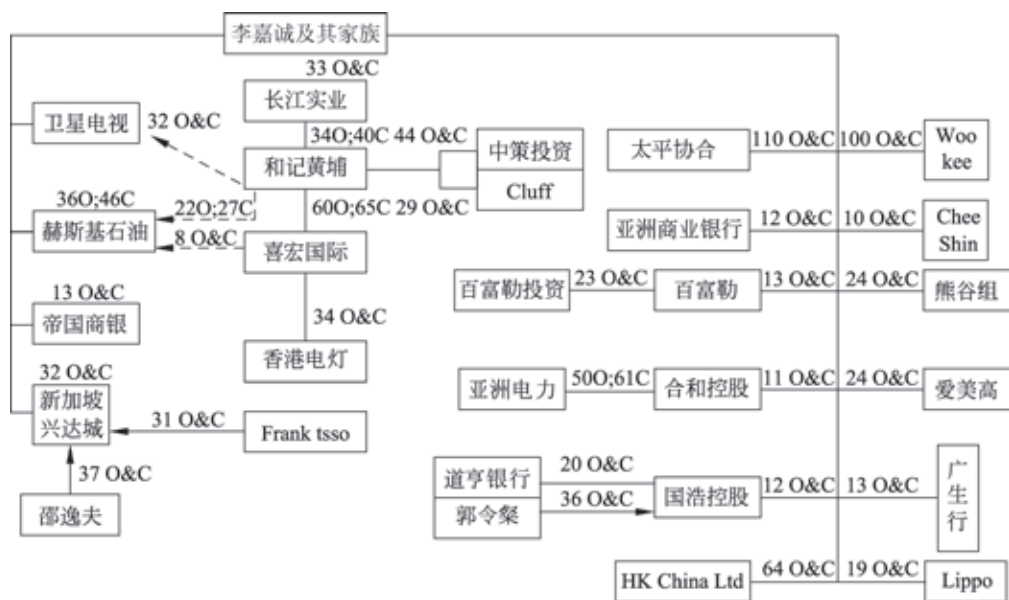
图 3-5 “希望系”金融架构的金字塔结构图<sup>①</sup>

李嘉诚集团也是一个典型的无关多元化集团，在股权结构上采用了现金流权和控制权分离的做法，但目前为止，没有听说李嘉诚“黑”过谁。所以我们从李嘉诚集团可以得出一个简单的结论：采用现金流权和控制权相分离的手段形成无关多元化的集团结构一定有合理的理由。

在新兴市场上，由于企业从事经营活动的外部制度环境是不成熟的，就需要多元化经营格局和集团结构的建立来弥补市场的欠缺。企业进行集团化和多元化经营是有如下 5 个优点：

<sup>①</sup> 资料来源：马忠：《金字塔结构下终极所有权与控制权研究》[M]，大连：东北财经大学出版社，2007：75。  
注：本图列示了“希望系”的所有权架构。该系共控制两家上市公司——新希望和民生银行。刘永好家族采用直接控制方式控股新希望，其控制权与所有权均为 53.61%。控制权与所有权没有分离。刘永好家族采用金字塔股权结构控股民生银行。刘永好家族持有新希望集团 100% 的股权，新希望集团通过新希望这一链条持有民生银行的所有权为 2.77%（53.61%×75%×6.89%），控制权为 6.89%（min [53.61%，75%，6.89%]）。新希望集团通过四川南方希望这一链条持有民生银行的所有权为 5.01%（3.29%+25%×6.89%），终极控制权为 3.29%。这样，刘永好家族持有民生银行的终极所有权为 7.78%（2.77%+5.01%），控制权为 10.18%（6.89%+3.29%），终极控制权与所有权分离的差额为 2.4%（10.18%–7.78%）。

第一，容易形成品牌优势。在新兴市场上，品牌信誉的建立非常重要的，但是成本很高。因此，一种聪明的品牌应用策略就是，集团公司集中优势在某一产品领域树立一个品牌，使其产生巨大的影响力。然后，集团公司可以利用已建立的品牌优势进入相关业务领域，并且把成本分摊到其他业务领域。如联想靠 PC 业务创下了品牌，联想控股就利用 PC 业务的品牌声誉进入了数码产品领域、投资领域、房地产领域等。如图 3-8 所示，联想控股控制的公司除了传统 PC 业务的联想集团之外，还有进行 VC 和 PE 投资的联想投资和弘毅投资，作为 IT 产品经销商和 IT 服务供货商的神州数码，以及主营地产开发的融科置地。近期，联想控股又直接投资神州租车，成为神州租车最大的国内战略投资股东。

图 3-6 李嘉诚家族的集团<sup>①</sup>

① 资料来源: Classens、Djankov 和郎咸平 2000 年发表的论文《东亚公司所有权和控制权的分离》。  
注: 所有权股份以“O”表示, 控制性股份以“C”表示。金字塔式控股用实线表示, 交叉持股用虚线表示。在任何给定的分支上, 如果所有权和控制权有所不同, 这意味着这部分股票有超额投票权。

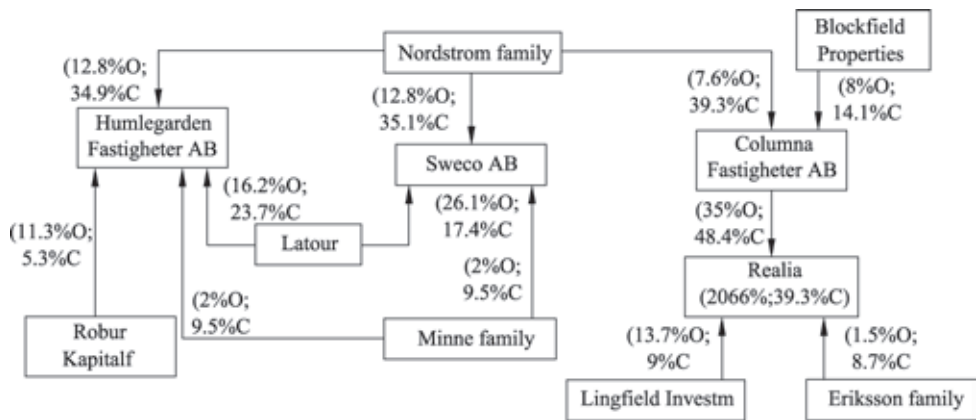


图 3-7 瑞典 Nordstrom 家族的集团结构<sup>①</sup>



图 3-8 联想控股集团结构

第二，可以降低融资的成本。集团公司的形成，实际上就在集团内部形成一个内部融资市场。由于集团内部的资金可以统一调配使用，与外部融资相比，内部融资市场降低了交易成本。这无论对于股权融资还是债权融资，融资效率都比较低下的新兴市场上的企业来说是非常重要的。

第三，有助于分散企业的经营风险。在新兴市场上，机会是比西方成熟市场多的，但是市场风险和政府的政策风险也是要大的。如果企业只依赖于一个行业或者一个产品，就容易产生较大的政策风险和行业风险。这个时候，按照投资学中分散投资的理论“将鸡蛋放在不同的篮子里”就成为一种

① 资料来源：Foccio 和郎咸平 2002 年发表的论文《西欧公司的终极所有权》。  
注：图中的“O”代表所有权，“C”代表所掌握的控制权和投票权。

降低风险的现实选择，与主业无关的多元化经营而涉足不同行业，就可以在集团内部实现一定程度的风险互补。

第四，通过“看得见的手”来替代“看不见的手”，降低产品的交易成本。新兴市场上的市场机制是不健全的，如果企业的供应商和分销商都依赖市场化，必然加大企业谈判、缔结合同的交易成本。而且对供货质量、价格等因素缺乏控制力。这时，通过集团内部的行政调控，在集团内形成一个内部市场，就可以显著地降低产品的交易成本。

第五，以较小的资金获取较大的控制权，实现高效融资。集团股权结构的形成，使得控股股东可以通过金字塔股权结构、交叉持股和类别股份等方式以较小的资金获得较大的控制权，实现资本市场上的“以小搏大”和“四两拨千斤”，从而达到高效融资的目的。如果不是用于“黑”别人，这个理由应该是新兴市场上存在众多无关多元化集团股权结构的最重要和合理的原因。

以上就是在类似我国这种新兴市场上出现无关多元化企业集团的合理原因。但是这种解释也有些牵强，因为不同行业的管理都是不同的，无关多元化必将巨大地增加集团的管理成本。管理成本之大甚至会抵消这种集团结构所带来的好处，那么，为什么还有这么多的无关多元化企业集团存在呢？是不是这种集团结构还有可能给集团的实际控制人带来额外的收益？

关于这个问题，郎咸平教授在其著作《操纵》中揭露了东亚、东南亚，包括我国香港和大陆的一些上市公司通过企业集团结构进行圈钱的真相，宁向东教授随后做了深入的研究，指出了企业集团形成的原因。

### 3.2.3 集团股权结构的剥夺动机

在新兴市场，尽管集团公司的形成有着正面的理由，但是，一旦建立了集团形式，实际上就存在了可以黑上市公司其他股东的结构。在家族控制的企

业集团和企业系族中，控股大股东不会在乎某一个企业的利益最大化，他追求的是自己总体利益的最大化。因为某一单个公司，只是企业系族利益主体的一部分，是否上市、是否盈利，都不重要。重要的是它要服从控股大股东的安排，为实现控股大股东利益最大化而服务，因此，单个企业只是控股大股东运作的棋子而已。

一旦建立的企业系族和集团的股权结构，相对于非集团企业，集团公司的利润更多地被控股大股东操纵和转移。在独立的、不属于任何集团的企业中，业绩将完全地体现来自行业因素变化的影响。行业情况好，业绩相应就高；行业情况差，业绩就相应差一些。但是在集团的企业中，财务数据却不会准确地反映行业情况的变化，更多的业绩以各种各样的形式在集团内部按照控股大股东的意愿进行再分配。

集团公司的控制性股东会在上市公司和非上市公司之间建立各种各样的关联交易和金融运作关系，将本属于上市公司的利润转移到非上市公司中以满足自己的控制权私利。

这也是为什么近年来我国证券市场上不断涌现打造上市公司“系”现象的原因。从早些年相继出事的民营企业系族中科系、华晨系，到近几年的德隆系、鸿仪系、格林柯尔系等，便是对此问题的最好例证。

### 3.3 剥夺的秘密与控制权配置

关于股东黑股东的问题，其实在两个人共同投资的公司里就存在了。但是，只有到了企业系族或集团股权结构阶段，剥夺才更加具有隐蔽性和可操作性。

剥夺的奥秘就在于：集团公司的股权结构可以导致公司的现金流权和控制

权的分离。在图 3-6、图 3-7 和图 3-8 中，控制性股东在同一家公司中拥有的所有权和控制权并不相同，控制权往往大于所有权，这是为什么呢？实际上这恰恰是企业系族和集团公司的控制性股东剥夺其他股东的秘密。

我们平常并不说控制性股东和非控制性股东，而是说大股东和小股东。比如说一个人在一家公司拥有 51% 的股份，意味着他可以享有 51% 的分红，以及享有公司法规定的 51% 股份的控制权，这实际上就是所谓的“同股同权”。也就是说，相同的股份实际上蕴含着相同的权力。“同股同权”进一步明确就是“一股一票”法则。

“一股一票”，意味着一个股东的股份可以分解为两个权利，即“股”对应着现金流权（分红权），“票”对应着控制权（投票权）。现金流权也就是股东的分红权。控制权是股东参与企业决策的投票权，投票的目的是为影响公司的决策，行使控制的权力。

但是，在企业系族或集团公司的股权结构下，现金流权即分红权和控制权一般都产生了分离。如在一个企业中，甲可能拥有 51% 的控制权，但是只拥有 8% 的现金流权，那么甲就会有很强的动机去黑别人。这个时候，再用“大小”就无法定义股东了。拥有 51% 控制权的股东，现金流权只有 8%，他是大股东还是小股东呢？如果从控制权上讲，他是大股东；从现金流权上讲，他是小股东。因此，对于控制权和现金流权相分离的股东，不应该用“大小”来区分，而是用“控制性”和“非控制性”来区分。在控制权上控制着一家公司，但是其现金流所有权却较小的股东称为控制性股东。

控制权和现金流权的分离使得控制性股东有非常大的积极性去黑别人。如果集团公司的股权结构中，控制性股东的现金流所有权和控制权是一一对应的，那么他就不会有太大积极性去黑其他股东，因为黑别人的 49% 同时也黑掉自己的 51%。但是，如果他拥有 51% 的控制权，而只有 8% 的现金流分红权，也就是说，100 元利润他只能分到 8 元。那么，这个时候，这个控制性股

东一定想尽办法将这 100 元利润转移到集团内部自己现金流权较高的公司去，比如通过关联交易转移到自己全资控股的子公司。这样他黑别人 92 元的时候，才黑掉了自己的 8 元，但是他的净收益将达到 92 元。

因此，我们可以有这样一个结论：在企业系族和集团公司结构中，当现金流权和控制权产生分离的时候，控制性股东就有积极性去黑其他股东。现金流权和控制权的分离程度越大，控制性股东黑其他股东的积极性也就越大。

从世界范围来看，公司现金流权与控制权分离工具多达 30 多种。但这 30 多种工具并非在每个国家都合法，比如直接相互交叉持股在有些国家就是明令禁止的。而且有些工具适用股权结构，有些适用股东大会阶段，有些则适用董事会或监事会阶段。当然，并不是所有导致现金流权和所有权分离的方法都会成为控制性股东剥夺中小股东的工具。本章主要介绍的是用于股权结构中构建集团公司的三种典型分离现金流权和控制权的工具：金字塔股权结构、交叉持股和类别股份。

### 3.3.1 金字塔股权结构

金字塔股权结构是一种形象的说法，也就是指一个集团公司的股权结构像一个金字塔一样，呈现为多层级、多链条的集团控制结构。这个结构中的公司分为三种，最上面的集团是实际控制人，中间的公司是持股公司，最下面的公司是经营公司。金字塔股权结构本是一种以小搏大、四两拨千斤的高效融资方式，但是在法律对中小股东保护不力的新兴市场上却成为控制性股东剥夺其他股东的利器。

控制性股东从金字塔结构的塔尖开始，通过控制中间持股公司向下发散出一个可观的网络，控制处于链条末端的经营公司。持股公司主要用于控制权的放大，经营公司往往是上市公司，用于从资本市场圈钱。金字塔股权结构

的层级越多，控制链条就越长，实际控制人的现金流权与控制权分离度就越高，“黑”其他股东的动机就越强。

图 3-9 是最简单的两层单链条的金字塔结构。A 是实际控制人，他通过控制 B 公司 51% 的股份，然后再让 B 公司持有 C 公司 51% 的股份，最终实现对 D 公司的控制。

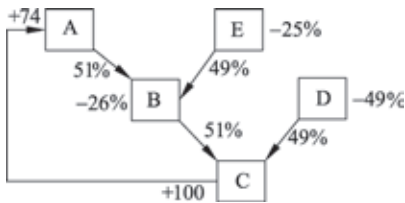


图 3-9 最简单的金字塔结构

金字塔结构本是一种高效的融资工具，通过金字塔集团层层控股，可以以最少资金控制尽量多的资源。一个实际控制人通过多链条的多层级金字塔控制其他企业时，他只以有限的出资就能在每条控制链上使得控制权和现金流权分离，在集团每个决策点上都实现了控制，从而控制整个集团。这样就可以实现高效融资，以较少原始资金来控制更多的资金。比如，在图 3-9 中，B、C 公司的注册资金都为 100 万元，实际控制人只出资 51 万元，就控制了外部投资者 E 和 D 的资金 98 万元（49+49）。如果金字塔层级越多，控制链条越多，放大的倍数也就越大。我国有不少企业集团通过复杂的金字塔结构，以几亿或十几亿的资金，控制着数百亿的资金。

虽然金字塔结构能够实现融资放大，但是在资本市场中，单纯利用金字塔结构进行融资的企业并不多，更多的是利用金字塔结构的控制关系，满足实际控制人的控制权私利。

如图 3-9 所示，由于 A 公司在整个控制链上的实际支配表决权都是 51%，所以 A 公司对 C 公司的最终控制权是 51%，是 C 公司的实际控制人。那 A 公

司在 C 公司的现金流权是多少呢？按照 A—B—C 公司的关系链计算，只是 26% ( $51\% \times 51\%$ )。这样，26% 的现金流权和 51% 的控制权就出现了分离（分离度是  $1.96 = 51\%/26\%$ 。），这就直接导致了剥夺的可能。

如何出现剥夺呢？如果 C 公司产生利润 100 万元，A 公司如果按照正常分红只能分到 26 万元 ( $100 \times 51\% \times 51\%$ )。但是 A 公司牢牢控制着 C 公司，他当然不会这样分配，那么怎么办呢？A 公司会通过关联交易、资产置换等方式将 C 公司的利润转移到 A 公司，这样 A 公司就获得总收益 100 万元，剥夺收益也达到 74 万元 ( $100 - 26$ )。剥夺收益是从哪来的？是从集团控制链条上各个参股的投资人 D、E 所应获得的收益中来。以上的做法是对本归属于 D、E 等外部投资者的利润进行掠夺的行为。这就是最简单的金字塔结构的剥夺方式，也是我国资本市场为什么有这么多 ST 公司的主要原因。

### 【案例 3.2】鸿仪系的金字塔式控股结构<sup>①</sup>

鸿仪投资依靠其在 ST 张家界上起死回生的手段一夜成名，并在国光瓷业、上海凌云、安塑股份、湘酒鬼等上市公司的股权上频频出手，转眼间已经拥有数家上市公司，构筑起一个复杂而又庞大的“鸿仪系”。

鸿仪系是一个集医药、旅游、材料、金融等行业于一体的庞大产业集团，在迅速扩张中资金需求量十分庞大，而上市公司无疑是最方便的融资途径。正是在这种资金饥渴症的驱使下，鸿仪系开始控制一家又一家的上市公司。正是由于鸿仪系是以这种比较简单的单链条金字塔结构，以较小的现金流权掌握了对上市公司的绝对控制权，加大了其获取控制权私利的动机。其买卖上市后，通过资产置换、关联交易和担保等方式将嘉瑞新材、国光瓷业和张

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）张国良．接连出手上市公司，“公司收藏者”鸿仪系揭秘。<http://business.sohu.com/85/91/article/204569185.shtml>。（2）徐永斌．中国上市公司控制权私有收益问题研究 [D]．浙江工商大学，2007。

家界三家上市公司掏空。而且其没有取得绝对控制地位的酒鬼酒也不可避免地遭到了剥夺。

鸿仪系的手段并不高明，鄢彩宏和侯军等人用单链条的金字塔结构就建立了剥夺结构。如图 3-10 所示的是由控制人侯军<sup>①</sup>控制的鸿仪系金字塔式控股结构。侯军通过金字塔式控制链控制了嘉瑞新材、国光瓷业和张家界三家上市公司。其中，通过 A—B—C—D—E—F 控制链，用 13.08% 现金流权取得了嘉瑞新材（000156）29.85% 的控制权，控制权是现金流权的 2.28 倍；通过 A—G—H—I—J 控制链，用 11.64% 现金流权取得了国光瓷业 25.42% 的控制权，控制权是现金流权的 2.18 倍；通过 A—G—H—I—K—L 控制链，用 12.5% 现金流权取得了张家界 30.83% 的控制权，控制权是现金流权的 2.47 倍。

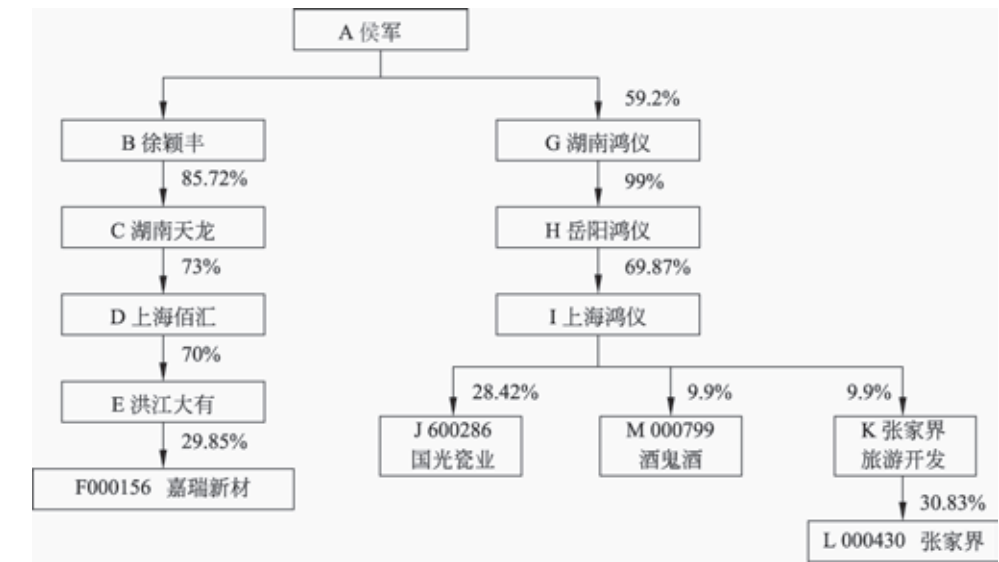


图 3-10 鸿仪系金字塔式控股结构示意图

① 从信息披露上查到的鸿仪系的控制人是侯军，但实际上鸿仪系真正的幕后控制人是鄢彩宏。

根据控制链条的不同，金字塔股权结构可分为单链条控制结构和多链条控制结构。根据控制层级的不同，可分为双层或多层控制结构。多链条和多层级的金字塔就组成了更加隐蔽的立体金字塔控制结构。图 3-9 是最简单的单链条双层金字塔控制结构，图 3-11 是单链条三层金字塔控制结构，图 3-12 是最简单的多链条金字塔控制结构。随着控制链条和控制层级的增多，现金流权和控制权将进一步分离，剥夺的力度更大，剥夺的积极性也就更高。

在图 3-10 中，A 公司对 D 公司的控制权是 51%，是 D 的实际控制人。按照 A—B—C—D 公司的关系链计算，A 公司在 D 公司的现金流权是 12.5% ( $51\% \times 51\% \times 51\%$ )。控制权和现金流权的分离度是 4.08 ( $51\%/12.5\%$ )。如果此时将 D 公司 100 万元的利润转移到 A 公司，那 A 公司的剥夺收益为 87.5 万元 ( $100-12.5$ )。层级越多，现金流权与控制权的分离度越大，剥夺的积极性就越高。

如图 3-12 所示，有 A—B—C、A—D—C 两条控制链的综合结构。最终控制人的确定办法就是沿着控制链向上追溯，层层确定控股股东，直至找出最终控制者，然后加总这些控制份额以得到最终控制权。某控制者 A 拥有 B 公司 25% 的股份，B 公司又拥有 C 公司 20% 的股份，而同一控制者 A 又拥有 D 公司 31% 的股份，D 公司又拥有 C 公司 20% 的股份。则控制者 A 拥有 C 公司的现金流权为 11% ( $25\% \times 20\% + 30\% \times 20\%$ )，即两条控制链中所有权份额的乘积之和，而控制权为  $55\% = \min(25\%, 20\%) + \min(30\%, 20\%)$ ，即两条控制链中的最小值之和。分离度为 5 ( $55\%/11\%$ )。由此可见，多链条的控制结构增强了实际控制人对底层公司的控制。

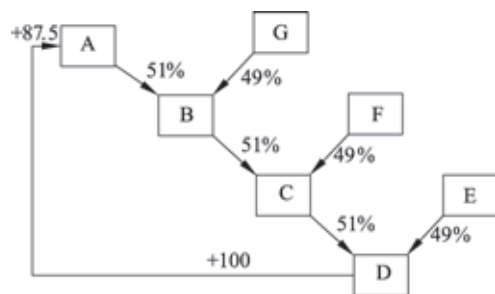


图 3-11 三层的金字塔结构

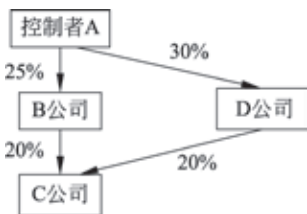


图 3-12 两链条的金字塔结构

另外，还可以通过三链条、四链条…… $n$  链条构建一个立体金字塔的股权结构。而且控制链条越多，现金流权和控制权的分离度越大，剥夺的激励越强，剥夺行为也更加隐蔽。

在多层级和多链条的立体金字塔结构中，其分离现金流权和控制权的能力可以用如下公式计算：

- 在多层级金字塔结构中，控制性股东的最终控制权就是这条控制链中所持有股份的最小值，最终现金流权为其持有这条控制链上的所有股份的乘积；
- 在多链条的金字塔结构中，控制性股东的最终控制权为所有控制链中最小的投票权比例之和，最终现金流权为所有控制链的现金流权之和；
- 控制权和现金流权的分离度等于最终控制权除以最终剩余索取权。

### 3.3.2 交叉持股结构

交叉持股又称相互持股，是指作为法人的企业互相进行投资，你持有我的股份，我持有你的股份，最终形成一种你中有我、我中有你的股权结构。根

据相互持股的具体形态可以将交叉持股分为以下 5 类基本形式：

（1）单纯型交叉持股。这是最简单的交叉持股结构，也就是说交叉持股只存在于 A、B 两家公司之间，比如说 A 公司向 B 公司投资 50 万元，B 公司同时向 A 公司投资 50 万元，A 公司和 B 公司就相互持有对方公司的股份。这种结构是交叉持股中最基本的形式，下面的四种形式都是由它演化而来的。

（2）环状型交叉持股。指的是各个企业之间相互持股，彼此间形成一个封闭的环状系统。如图 3-13 所示，对于 A、B、C、D 公司来说，AB 间、BC 间、CD 间和 DE 间都相互交叉持股，彼此成为对方的股东，形成错综复杂的股权关系。

（3）网状型交叉持股。指的是所有参与交叉持股的企业，全部都与其他企业产生交叉持股关系。如图 3-14 所示，A、B、C、D 四家企业参与网状交叉持股结构，每一家都与其他三家企业各有交叉持股关系存在。

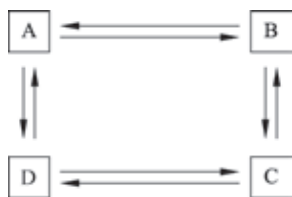


图 3-13 环状型交叉持股

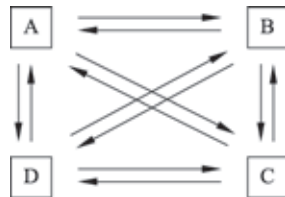


图 3-14 网状型交叉持股

（4）放射型交叉持股。是指以一家核心企业为中心，由其分别与其他企业形成交叉持股关系，但其他企业之间则无交叉持股。如图 3-15 所示，A 公司和 B、C、D 等公司相互持股，但是 B、C、D 公司之间不存在股权关系。

（5）变形的放射型交叉持股。如图 3-16 所示，整个交叉持股结构中的核心企业是 A 公司，A 公司与 B、C、D、E 等公司相互持股，与纯粹交叉持股不同的是，B、C、D、E 等公司虽然不完全相互持股，但是确实存在个别的交叉持股。

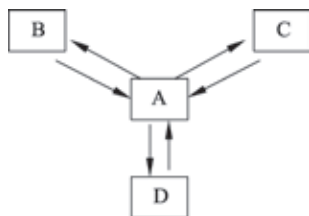


图 3-15 放射型交叉持股

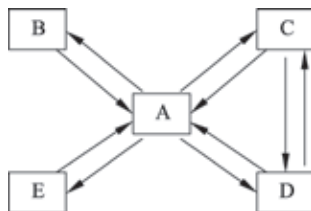


图 3-16 变形的放射型交叉持股

在上述 5 种类型中，单纯型交叉持股、环状交叉持股和网状型交叉持股不存在核心企业，他们之间不存在从属与控制的关系，因此这三种交叉持股形式又叫作横向型交叉持股；放射型交叉持股和变形的放射型交叉持股都存在核心公司 A，A 公司对于其他公司起着控制和主导的作用，这两种交叉持股形式又叫作纵向型交叉持股。纵向型交叉持股常用于集团母子公司之间相互持股。

上述 5 种类型是交叉持股的基本形式，现实生活中的交叉持股是复杂的，有可能是 5 种基本形态中的一种，也有可能是几种基本形式的组合。交叉持股的实际作用有好的一面，也有不好的一面。

交叉持股对企业的有利作用主要体现为：

- 稳定公司的股权结构，防止企业被恶意并购；
- 分散各种风险，尤其是两个公司采用换股的方式各自进行多元化经营，以减少风险；
- 加强公司间合作，在相互持股企业的资金、技术、人事、销售、创新等方面形成协同优势。
- 在市场不健全时，降低信息不对称条件下的交易成本。其中，防止恶意并购是交叉持股最大的作用。

公司间相互持有对方股份之后，实际上就形成了命运共同体的特殊联盟关系。当有一方遭遇资本市场上的恶意并购，另一方就可以扮演白衣骑士施以援手。比如，A、B 两家上市公司相互持有对方各 20% 的股份，其中 A 公司的第一大股东持有 25% 的股份，通过这种交叉持股的方式就可以锁定恶意并购的大量筹码。当其中有一家公司如 A 公司沦为恶意并购的目标时，表面上看，潜在的收购者只要收购超过大股东 25% 的股份就可以获得 A 公司的相对控制权。但实际上，B 公司在这时候会锁定自己持有的 20%A 公司的股份，拒绝潜在收购者提出的收购价格，而且 B 公司还会支持 A 公司的反收购行为，这就可以成功帮助 A 公司抵御资本市场上的恶意并购。因为潜在收购者要获得控制权，就必须获得 45% 以上的投票权，这即使在股权比较分散的英国、美国资本市场都是不太可能的。当然，如果 B 公司遭遇恶意并购，A 公司也会采用同样的行动。

交叉持股在日本最常见，日本绝大部分企业集团都是通过采用交叉持股形式而形成的，其形成的主要原因就是为了达到防止恶意并购、降低成本、提高协同效应的目的。

凡事有利就有弊，交叉持股固然能给企业带来上述好处。但是，从控制权的角度来看，交叉持股和金字塔股权结构一样，也是一种“高效”地分离现金流权和控制权的股权结构。

### 【案例 3.3】1 元钱能控制多少外部资金

资本市场上，我们经常听说“以小搏大”“四两拨千斤”的资本运作方法。那么，理论上我们用 1 元钱可以控制多少外部资金呢？

如图 3-17 所示，胡先生利用最简单的交叉持股方式注册了 A 和 B 两家公司。A 和 B 两家公司的注册资金都是 100 元，胡先生作为自然人分别向两家公司投资 1 元，外部投资者 C 和 D 分别向 B 公司和 A 公司投资 49 元，那么

还有 50 元缺口从哪儿来？

于是，胡先生让 A 公司和 B 公司相互投了 50 元，当然，注册时王先生可以提供所谓的“过桥”资金，也就是借 50 元给 A，A 对 B 投资 50 元，然后，B 再对 A 投资 50 元，A 再将 50 元还给胡先生。最后的结果是这 50 元只是账面资金有所体现，而实际上谁也没有出资。

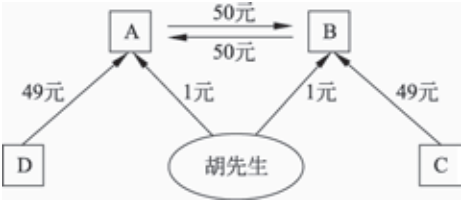


图 3-17 交叉持股放大控制权的机理

那么，谁控制 A 和 B 两家公司呢？当然是胡先生。对于 A 公司来说，胡先生直接投资 1 元，又通过 B 公司投资 50 元，掌握了 51% 的股份，胡先生取得了对 A 公司的控制权。同样，胡先生对 B 公司也控股了 51% 的股份。

最后胡先生只是直接投资 2 元，但却控制了外部资金 98 元。也就是说，胡先生的 1 元钱控制了 49 元。如果 A 和 B 是两家上市公司的话，胡先生还控制了两家市值各 100 元的上市公司。

在上述案例中，胡先生的 1 元钱控制了外部资金 49 元。如果将 A 和 B 公司的注册资金变为 100 万元，用同样的方法，只要保障自己的直接持股与间接持股之和大于 51%，胡先生的 1 元钱就可以控制外部资金 49.999 9 万元……以此类推，胡先生可以用 1 元钱控制上亿或者几十亿元的资金。

当然，这种情况在大多数国家是被法律所禁止的。现实中常用的交叉持股情形有如下面的案例。

【案例 3.4】哪种投资方式更合适

A 公司计划和其他投资者共同投资成立 B 公司，它有两种方案可以选择。如图 3-18 所示，第一个投资方案是：A 公司直接对 B 公司投资 1 000 万元，其他投资者投资 2 000 万元，那么 B 公司的注册资金是 3 000 万元，A 在 B 公司的股份是 33%。



图 3-18 交叉持股提高控制权

第二个投资方案是：在外部投资者对 B 公司投资 2 000 万元不变的情况下，A 公司对 B 公司的投资变为 2 000 万元，然后 B 公司再对 A 公司投资 1 000 万元。在这种方式下，B 公司的资本金总额放大为 4 000 万元，A 公司占 B 公司的股权比例提高到 50%，但是 A 公司的实际出资和第一种方案是一样的，只有 1 000 万元，但是其却有 50% 的控制权。如果这样的投资行为循环往复，B 公司的资本金和 A 公司对 B 公司的控制权就会被不断放大，这为进一步吸取借贷资金提供了便利。当然，从债权人的角度来看，这也是对债权人权益的一种损害。

对于投资者 A 公司来说，无疑是第二种方案更合适。

通过上述案例中的两种投资方式的比较，我们发现：在投入同样资金的情况下，通过交叉持股可以放大控制权，同时削弱了其他投资者的控制权。在通过交叉持股构建的企业集团中，就可以通过这种方式实现对整个集团的绝对控制。

上面两个案例描述的其实就是交叉持股带来的两个严重问题，即虚增资本和损害股东权益的问题。首先，交叉持股将会带来虚增资本的问题。虽然，

交叉持股可以使企业的融资更加高效，但同样也会使得资本空洞化。当两个企业间相互交叉持股时，实际上只有同一资金在公司间来回流动，但每一次流动都会导致两个公司同时增加资本额。就如上例中 A 公司和 B 公司相互持有的 50 元，账面上使得 A 公司和 B 公司的资本金都增加了 50 元，但实际上 A 公司与 B 公司相互退还了出资，这 50 元谁也没掏，两家公司的净资本一点也没有增加，虽然两家公司的注册资金是 100 元，实际上两家公司的资本金都只有 50 元。

其次，更为可怕的是，交叉持股会成为实际控制人损害其他股东权益的利器。无论是以横向交叉持股还是纵向交叉持股形成的企业集团中，实际控制人都只是以较少的资金代价获得了较大的控制权，较大程度地分离了现金流权和控制权，从而有较大的积极性去黑其他股东。具体来说，在横向的环状型或网状型的交叉持股的结构中，如上述两个案例所揭示的一样，公司的实际控制人只要出一点钱，甚至在不出钱的情况下就可以控制整个公司，而真正掏钱的股东却丧失了对公司的控制权。更可怕的是在以纵向放射型或其变形的交叉持股结构形成的企业集团中，核心企业是母公司，这时候子公司只能听命于母公司，成为公司实际控制人黑其他股东的工具。而且，集团内企业数量越多，各个企业之间相互持股份额越大，则母公司控制集团内某一企业所需的直接股份就越小。

除了上面所提到的虚增资本和损害股东权益这两个问题之外，交叉持股还会带来形成行业垄断、诱发内幕交易和关联交易、诱发经理人内部控制和铸就股市泡沫等负面效应。

交叉持股和金字塔股权结构本来都是高效的融资工具，但同时也是典型的分离现金流权和控制权的股权结构。在一个实际的企业集团结构中往往同时存在金字塔和交叉持股两种结构，其中金字塔以纵向链式的结构放大控制权，交叉持股以横向持股的方式放大控制权。交叉持股的应用更加灵活、更加隐

蔽。当横向的交叉持股和纵向的金字塔股权结构结合在一起，就形成如图 3-3 所示的蜘蛛网股权结构。蜘蛛网这种综合结构最大程度地分离了现金流权和控制权，往往使得控制性股东以较少的资金代价获得了较大的控制权，因此为控制性股东黑其他股东提供了便利的条件。

由于诸多的负面效应，交叉持股并不是在所有国家都可以按照上述思路去设计，很多国家的公司法禁止两家公司之间双向高比例交叉持股。法国对交叉持股的限制是最严格的，其公司法规定，当一家公司持有另外一家公司 10% 以上的股份，后者就不能再持有前者的股份。德国、英国、日本、中国台湾等国家和地区只限制母子公司的交叉持股。以下是各个国家（地区）对母子公司之间交叉持股规定的比较：德国原则上禁止，例外允许 50% 持股比例，并且附加其他非持股标准无表决权；日本原则上禁止，例外允许 50% 持股比例无表决权；韩国原则上禁止，例外允许 40% 持股比例无表决权；我国台湾地区禁止，无例外规定 50% 持股比例和其他非持股比例标准无明文规定；美国不禁止以实质控制为标准无表决权；英国原则上禁止，例外允许 50% 持股比例和其他非持股标准无表决权。<sup>①</sup>

在我国，20 世纪 90 年代的时候，一些地方性法规如《深圳市股份有限公司暂行规定》《海南经济特区股份有限公司暂行规定》和国家体改委发布的《股份有限公司规范意见》就曾经对交叉持股做出限制。但是，1993 年颁布实施的旧《公司法》和 2006 年修订的新《公司法》对交叉持股没有任何限制，而自从 1993 年《公司法》生效后，前面的几个法规文件相应就失效了。因此，对于交叉持股在我国限制基本上是空白的。只有证监会在 2007 年颁布实施的《证券公司设立子公司试行规定》第 10 条的规定限制了交叉持股：“子公司不得直接或者间接持有其控股股东、受同一证券公司控股的其他子公司

---

① 蒋学跃，向静．我国交叉持股的法律规制路径选择与制度设计 [J]．证券市场导报，2009，（3）．

的股权或股份，或者以其他方式向其控股股东、受同一证券公司控股的其他子公司投资。”

这种现状就意味着，除了证券类企业之外，我国其他行业的交叉持股是没有明确法律限制的，这就给很多企业集团用较小现金流权获得较大控制权留下了巨大的空间。

### 3.3.3 类别股份

类别股份指因认购股份时间、价格不同，认购者身份不同，交易场所不同等而在流通性、价格、权利及义务上有所不同的股份。持有类别股份的股东为类别股东。类别股东在国外证券市场上普遍存在着。如普通股、优先股、存托凭证、不同交易所上市的股份（如 A 股、H 股等）、无表决权股份和特殊表决权股份（如双倍表决权）等就是不同的类别股。

当然，并不是所有的类别股份都会导致控制权和现金流权的分离。但是，一些类别股份，如优先股、无表决权股份和一股多票往往通过公司章程等手段就能够直接分离控制权和现金流权。下面就介绍几种典型的类别股份分离控制权和现金流权的方式：

#### （1）优先股

优先股是相对于普通股而言的，主要指在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先于普通股。具体来说，优先股有三个特征：首先，优先股通常为固定股利，优先股收益不受公司经营业绩的影响，而且优先股可以先于普通股获得股息，但不参与企业的分红。其次，优先股的权利范围小，优先股股东一般没有选举权和被选举权，对股份公司的重大经营无投票权。<sup>①</sup>最后，在普通股股

---

<sup>①</sup> 只有在召开会议讨论与优先股股东利益有关的事项时，优先股股东才具有表决权。

东之前优先获得公司剩余财产的清偿，即一家企业在破产清算的时候，如果还有剩余财产进行分配，其分配顺序是债权人、优先股股东、普通股股东。

相对于普通股股东而言，优先股股东投资风险大为减少。但是凡事都有利有弊，优先股可以在企业亏损的情况下获得固定收益，但是付出的代价是放弃企业的控制权。而且由于优先股无权参与公司的经营管理以及重大决策，大股东可以凭借较低的持股比例而实现对公司的有效控制。

### 【案例 3.5】谁是大老板

有家在香港注册的 A 公司，总股本为 100 万股，其中 75 万股为普通股，25 万股为优先股。A 公司有两个股东，其中胡先生持有 60% 的股份，陈先生持有 40% 的股份。那么，谁是这家公司的控制性股东呢？从表面上看，应该是持有 60% 股份的胡先生，但是胡先生持有的 60 万股股份中，有 25 万股是优先股，只有 35 万股具有表决权的普通股，而陈先生持有的 40 万股股份全部都是具有表决权的普通股，因此这家公司的实际控制人是陈先生。

在发行优先股的公司中，股东所持有股份是否有表决权，对于公司控制权是至关重要的，对于胡先生和陈先生来讲，只要持有具有表决权的普通股股份的多数，即 375 001 股即可控股，就没有必要持有整个公司总股份的多数。可见，即使在这种最简单的股权结构中，通过优先股股份就可以直接分离控制权和现金流权。优先股分离控制权和现金流权的方式比较直接，没有隐蔽性。

#### （2）无表决权股份

无表决权股份是指根据法律或公司章程的规定，对公司的经营管理不享有表决权的股票。大多数国家均可以发行没有表决权的股份，无表决权股份往往与收益权优先相联系，优先股就是无表决权股份的一种。一般来说，优先股股东以放弃控制权为代价来获得先于普通股股东的优先股利权和优先财产

的清偿权在某种意义上是合理的。但是有些无表决权股份虽然也和优先股一样也享有优先股利， just 却不享有财产的优先清偿权，这是一种比较过分的形式。无表决权股份和优先股一样可以直接分离控制权和现金流权。

有些国家同时存在优先股和无表决权股份，例如，美国的公司 在 19 世纪末开始将其股份区分多种类型，除了发行普通股和优先股之外，有些州的公司干脆明目张胆地区分有表决权股份和无表决权股份。

### （3）一股多票

一股多票和优先股份的意思正好相反，优先股份是拥有股份而失去控制权，一股多票是拥有大于其拥有股份的投票权。比如，欧洲一些国家的公司可以发行多种有表决权的股份，有些股份的面值每个单位只享有 1 票，即所谓的一股一票，而有些股份可能每股享有 10 票或 100 票。最典型的是英国和西班牙的黄金股份。在国有企业私有化过程中，英国和西班牙为了保护国家股利益和公共利益，就发行了由国家专门享有的黄金股份，即国家只保留一股的股份，但对重要事件有一票否决权。

优先股、无表决权股份和一股多票是类别股份的三种典型方式。需要注意的是，并不是所有国家的法律都允许。比如，我国的公司法就强调“同股同权”，因此不允许发行这三种类别股份。即使是在允许发行类别股份的国家，也都会对类别股份的发行量进行限制，例如，大多数国家都会将无表决权股份或优先股被限制在股份发行总数的 20% 以下。了解这一点，对于希望在海外上市的我国企业家来说是重要的，因为在不同的公司法框架下，控制权争夺的游戏规则也是不同的。

在现实的资本市场中，类别股份也可以结合起来使用，使得现金流权和控制权的分离程度更大。当然，类别股份除了被企业集团的控制性股东用作剥夺他人的工具之外，也可以有许多正面、积极的用途，比如可以用作企业创始人保护的重要武器。

**【案例 3.6】扎克伯格对 Facebook 的股权安排<sup>①</sup>**

2010 年的国美之争，使得中国的老板们都在惊呼职业经理人的背叛、投资者的无情、企业创始人保护的不力。其实，国美是在香港上市的公司，黄光裕完全可以在上市之初利用类别股份对自己家族进行完美的保护，但是由于股权结构设计的问题，黄光裕家族终于经历了 2010 年的一劫。在这方面，Google 和 Facebook 就做得很好。

上市就意味着企业创始人的股份比例将被摊薄，那么如何保护企业的控制权就成为所有创始人的心病。我国企业的做法是保留尽可能多的股份，比如 40% 或 50% 以上的股份，这种办法是可行的。但若是采用这种办法，就会限制企业从资本市场上融到的资金总量。理想的办法应该是这样：一方面，企业从资本市场上募集到尽可能多的资金；另一方面，企业创始人牢牢地掌握着企业的控制权。扎克伯格就是采用这种方法对 Facebook 进行了股权结构的设置。

为了准备上市，扎克伯格在 2009 年就对 Facebook 公司的股票作了分类设置，设置了 A 类股票和 B 类股票。其中 1 股 A 类普通股拥有 1 份投票权，1 股 B 类普通股拥有 10 份投票权，也就是说 1 股 B 类股的投票权相当于 10 股 A 类股。扎克伯格将他和合作伙伴持有的股票都转换成了 B 类股票，以保证上市后股份分散以后的控制。

2012 年 2 月 2 日，Facebook 向美国证券交易委员会提交上市申请文件，Facebook 的招股书显示，公司董事长、CEO 扎克伯格拥有 533 801 850 股 B 类普通股，占比 28.4%，拥有 28.2% 直接投票权，其又通过与股东之间协议而获得 30.6% 的投票权，共计 56.9% 的投票权。

扎克伯格获得的 30.6% 代理投票权是与 Facebook 早期投资者签订的协议，

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）王珊珊，赵晓悦．解密扎克伯格护身符：二元制股权的秘密．21 世纪经济报道，2012-05-19；（2）扎克伯格曾以 100 美元收购 Facebook 股东投票权．<http://tech.hexun.com/2012-02-10/138110304.html>；（3）<http://finance.huanqiu.com/people/2012-05/2756069.html>。

这些早期投资者包括 Facebook 首任总裁肖恩·帕克和 Facebook 的风险投资公司 Accel Partners，扎克伯格以象征性的 100 美元低价收购了他们的投票权。

扎克伯格的这种股权安排，使创始人的控制权得到了很好的保护。这就是近年来流行于硅谷上市公司的“二元”股份制，早年有纽约时报公司、维亚康姆、新闻集团采用过这种股权结构，近年有 Google、Groupon、Zynga、LinkedIn 和 Zillow 等上市公司纷纷效仿。而且，在一些非上市的私人公司中，比如 Pinterest、Square、Twitter、Dropbox 和其他创业公司都在效仿这种做法，以寻求在股份摊薄时对创始人股东的控制权保护。

这意味着，在允许发行类别股份的国家，类别股份已经成为对人力资本依附性比较强的公司保护创始人权益的一种重要制度设计。同时也说明了，金字塔结构、交叉持股和类别股份只是一种制度设计，并无道德上的好坏之分，关键看“人”是用以保护自己还是用来损害别人的利益。如果用以保护自己，它是一种很好的制度设计；如果用来损害别人，它就是一种凶器。

### 3.3.4 混合结构

类别股份虽然具有分离现金流权和控制权的功能，但是一般来说，如果单独使用不一定会造成股东剥夺行为。由于类别股份对现金流权和控制权的分离过于直接和明显，控制性股东非常清楚，在信息比较通畅的情况下很容易被外部所觉察，他不会以牺牲自己的名誉为代价去进行剥夺。但是类别股份如果和金字塔结构以及交叉持股结构一起使用，就会加大现金流权和控制权的分离度，而且由于其具有非常大的隐蔽性，控制性股东就会有极大的积极性去黑其他股东。

更加复杂的控制结构是通过多链条的金字塔结构、交叉持股和类别股份共同用于同一家公司来实现实际控制人对上市公司的控制。

【案例 3.7】Agnelli 家族的股权结构<sup>①</sup>

如图 3-19 所示为 Agnelli 家族控股图。那么，Agnelli 家族是如何通过利用金字塔结构、多元控制链条和类别股份等方式控制 Unicem 公司的？Unicem 公司受两个较大的股东——Ifi 和 Ifil 直接控制。Ifil 被 Ifi 通过类别股份直接控股（现金流权为 7.97%，控制权为 14.6%），并且 Ifi 利用其全额持有的一家非金融、非上市公司 Carfin 通过类别股份间接持股 Ifil（现金流权为 20.55%，控制权为 37.64%）。由于 Carfin 是被 Ifi 全额控股的，因此 Ifi 对 Ifil 是直接控制，而不是不完全持有。Ifi 被其唯一的大股东 Giovanni Agnelli & C. S.P. A.（Agnelli 家族）所控制。Agnelli 家族是通过金字塔控股结构（Ifi-Carfin-Ifil-Unicem）、类别股份（在 Ifi、Ifil 和 Unicem）以及两个控制链条（Ifi-Ifil 和 Ifi-Unicem，在图 3-19 中用虚线标出）实现对 Unicem 的控制。

Agnelli 家族对 Unicem 公司的最终现金流权等于三条控制链的现金流权之和。首先追溯 Agnelli-Ifi-Carfin-Ifil-Unicem 的第一链条计算其现金流权，即  $100\% \times 41.23\% \times 100\% \times 20.55\% \times 8.76\% = 0.7422\%$ 。随后加入另两条控制链条（虚线标出）。第二链条是从 Ifi 到 Ifil（参见图 3-19 的左边），其带给 Agnelli 家族的现金流权是  $100\% \times 41.23\% \times 7.97\% \times 8.76\% = 0.2878\%$ ；第三链条是从 Ifi 到 Unicem（参见图 3-19 的右边），其赋予 Agnelli 家族的现金流权是  $100\% \times 41.23\% \times 19.42\% = 8.0069\%$ 。该家族对 Unicem 的总现金流权是以上三者的加总： $0.7422\% + 0.2878\% + 8.0069\% = 9.0369\%$ 。

Agnelli 家族的最终控制权是各个控制链条最弱环节的加总。在第一链条中的最弱链接为  $\min(100\%, 82.45\%, 100\%, 37.64\%, 14.81\%) = 14.81\%$ 。在 Ifi 到 Ifil 的第二控制链条中，最弱的链接是  $\min(100\%, 82.45\%$

<sup>①</sup> 资料来源：Foccio 和郎咸平于 2002 年发表的论文《西欧公司的终极所有权》。

14.16%，0%）= 0%。值得注意的是 Ifil 控制 Unicem14.81%，但这 14.81% 的控制权在第一链条中已经被考虑在内，所以这里计为 0%。

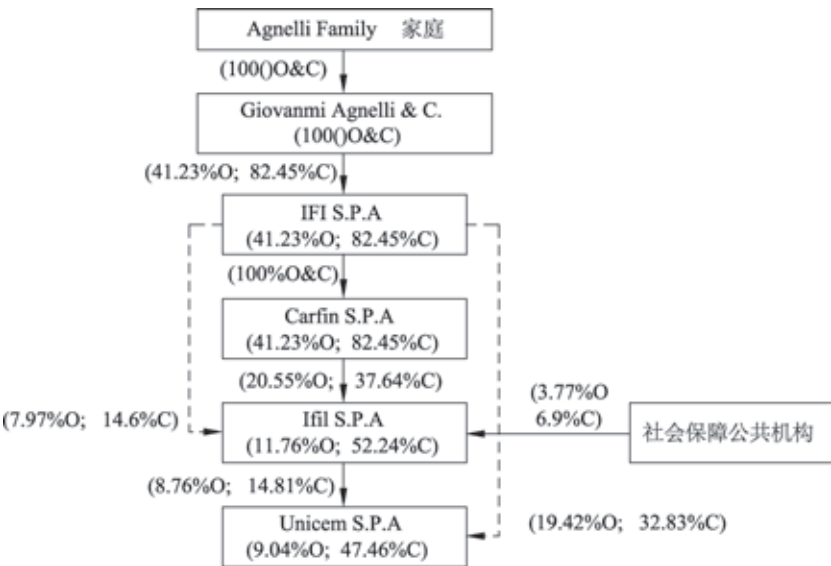


图 3-19 Agnelli 家族控股图

注：本图描述了 Unicem 公司的主要股东 Agnelli 家族，意大利最大的家族企业，如何通过复杂的锥形、利用多元控制链条持有以及利用二元股份来控制公司。所报告出的所有控制权都至少是 5%。该公司只有一个最终所有者，即 Agnelli 家族，持有 Unicem47.46% 的投票权和 9.04% 的现金流权力。实线表示使用的锥形，虚线表示使用多元控制链条。所有权标记为“O”，投票权标记为“C”。直接所有权和控制权在箭头旁边标出，Agnelli 家族的最终所有权和控制权（不同于其所占的股份）在每个公司的方框内标出。

在 Ifi 到 Unicem 的第三控制链条中，最弱的链接是  $\min(100\%, 82.45\%, 32.83\%) = 32.83\%$ 。Agnelli 家族对 Unicem 的总控制权等于这三者的加总，即  $14.81\% + 0\% + 32.83\% = 47.64\%$ 。控制权和现金流权的分离度  $SQ2 = 47.64\% \div 9.0369\% = 5.27$ ，控制权是现金流权的 5.27 倍。

### 3.4 剥夺典型案例：众合机电的前世今生<sup>①</sup>

在一个控制性股东控制的企业集团中，由于持股关系错综复杂，信息透明度低，现金流权和控制权的分离程度又大，这就增加了控制性股东黑其他股东的隐蔽性和可能性。在现实的资本市场中，控制性股东最经常使用的剥夺工具是以金字塔结构为主，辅以交叉持股和类别股份等其他工具。在我国资本市场上，控制性股东往往通过简单的金字塔股权结构就实现了对小股东的剥夺。对于控制性股东来讲，最简单的做法就是将上市公司放在最下层，形成图 3-3 所示的企业集团结构，然后通过名目繁多的集团内部关联交易，把底层上市公司的收益转移到金字塔最上层的持股公司。另一方面，控制性股东又把一些利润较少、品质较差的资产从上层利用高价转到下层的上市公司中，也就是把好的搬到自己的家里，把坏的搬到资本市场上。

一般来说，法律对投资者保护程度较低时就容易出现企业系族的控制性股东对其他股东进行剥夺的情况。在 2006 年新的证券法和公司法修订之前，我国资本市场上的上市公司缺乏有效的股东权利保护机制。在这种背景下，上市公司的控制性股东比非上市公司的大股东有更强烈的动机去剥夺其他小股东的利益，而企业集团控股结构为这种侵占行为提供了便利和多层的掩护。

本节将以飞天系掏空浙江海纳为例介绍我国资本市场的剥夺情况。

#### 3.4.1 案例背景

1997 年下半年开始，由同方股份（600100）和天大天财（000836）等高

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）互联网资料；（2）石赛霞，金字塔股权结构下民营上市公司大股东利益侵占与对策研究，合肥工业大学，2007；（3）余东明，李建平，首例上市公司破产案重整成功：浙江海纳能否重生，法制日报，2007-11-25；（4）李进，浙江海纳十年生死劫，21 世纪经济报道，2009-04-29。

校股掀起的校办企业上市热潮，在全国范围内蔓延，这一趋势在 1999 年达到高潮，浙江大学获得特批名额后开始酝酿上市公司。

浙江海纳是 1999 年 5 月 7 日在深交所挂牌上市的。该公司成立之初，法人股东为浙江大学企业集团控股有限公司、浙江省科技风险投资公司以及四位自然人。两周时间内，发行价仅 8.2 元的高校概念股，从 23.2 元的开盘价一路被炒作 44.44 元。

当时的股本配置是，流通 A 股 3 000 万股，非流通股 6 000 万股，上市股价 8.2 元。在股民的眼中，海纳以浙江大学为技术依托，是一家业绩不错的高科技企业。因此，在接下来的几年中，浙江海纳的股价整体呈上升的趋势。

一年半后，凭借大势走好和新设“8 英寸集成电路抛光硅片”项目，浙江海纳于 2001 年 12 月 21 日创下 48 元新高，这也是其上市 9 年来的最高价。

浙江海纳 1999 年报显示，当年半导体、自动化和计算机集成三块资产合计为上市公司贡献净利润 2 917.87 万元；而此后三年，公司净利润则出现大幅波动，2000—2002 年，净利润分别是 3 052.74 万元、1 948.55 万元和 1 265.42 万元。

据一位当时负责浙江海纳上市的内部人士披露：“上市时浙大确实没有好的资产，后来决定将三块资产临时拼在一起上市也是不得已而为之。”

作为三块资产的负责人，负责半导体业务的李立本、负责自动化业务的褚健和负责计算机集成业务的赵建，通过出资成为上市公司原始股东，分别获得浙江海纳 45 万股法人股。

### 3.4.2 浙江海纳易主噩梦之源

2005 年 4 月，浙江海纳危机逐渐浮出水面。此前就有众多“海纳已被掏空”的传言，我国证监会的立案调查也证实了海纳背后的确隐藏着巨大的黑幕。

当时，海纳网站公布关于被立案调查的公告，公告称公司因涉嫌虚假信息披露一案，接受证监会的立案调查。随着调查的深入，海纳实际控制人邱忠保利用海纳作为平台违规操控资金，擅自为他人担保的内幕开始被各大媒体争先报道。

调查资料显示，邱忠保于20世纪80年代初创建西安飞天科工贸集团，80年代后期由钢材贸易发家。

2001年以来，飞天集团因参股福建三农、中油龙昌、浙大海纳等上市公司，逐渐形成“飞天系”而被市场所关注。而邱忠保就是飞天系的幕后控制人。邱忠保坐拥10.7亿元资产，在2004年500富人榜中名列第144名。据了解，邱忠保控制海纳是在2004年3月，当时他借别人之手向浙江大学企业集团控股有限公司受让4720万股法人股而成为海纳的实际控制人。

海纳的这次易主，为海纳最终被掏空埋下了种子。那么，邱忠保到底是如何入侵这个在外人眼中平稳发展的海纳公司的呢？他掌控海纳的用意到底又是什么？

### 3.4.3 飞天作祟浙江海纳折翼

海纳自成立以来，内部管理层之间一直存在矛盾，这种矛盾的爆发点，就是部分成员离开杭州，赴宁波成立宁波海纳半导体有限公司。

海纳的内部矛盾给飞天系入侵带来了机会。2003年2月14日，浙江大学企业集团控股有限公司分别与珠海溶信、海南皇冠签订了《股权转让协议》。根据该协议，浙大企业集团将其持有的2560万股（占总股本的28.44%）和2160万股国有法人股（占总股本的24%）分别转让给后两者。同年6月20日，浙大企业集团控股将除处置权以外的股东权利托管给两家受让公司。

2004年2月5日，国资委批复同意这两笔股权转让协议，飞天系支付50%的股权转让款后，于当年3月10日完成股权过户手续。

转让完成后，大家才发现珠海溶信和海南皇冠的背后，实际上是由飞天系的掌门人邱忠保操控。2004 年 3 月，邱忠保全面掌管海纳，海纳原有的管理层团队，遭到排挤。他让自己人入驻董事会和管理层，然后通过他们来实施掏空海纳的行为。

其实，邱忠保掌控海纳的真正目的，就是想利用海纳为飞天系的公司融资提供担保。

3.4.4 邱忠保控制浙江海纳的股权结构

飞天系对浙江海纳的控制使用的是多链条的金字塔结构。实际控制人邱忠保通过持有一些中间层次公司的股权对浙江海纳进行多层级、多链条控制。根据该公司 2004 年年报中披露的信息，得到其终极所有权结构图如图 3-20 所示。

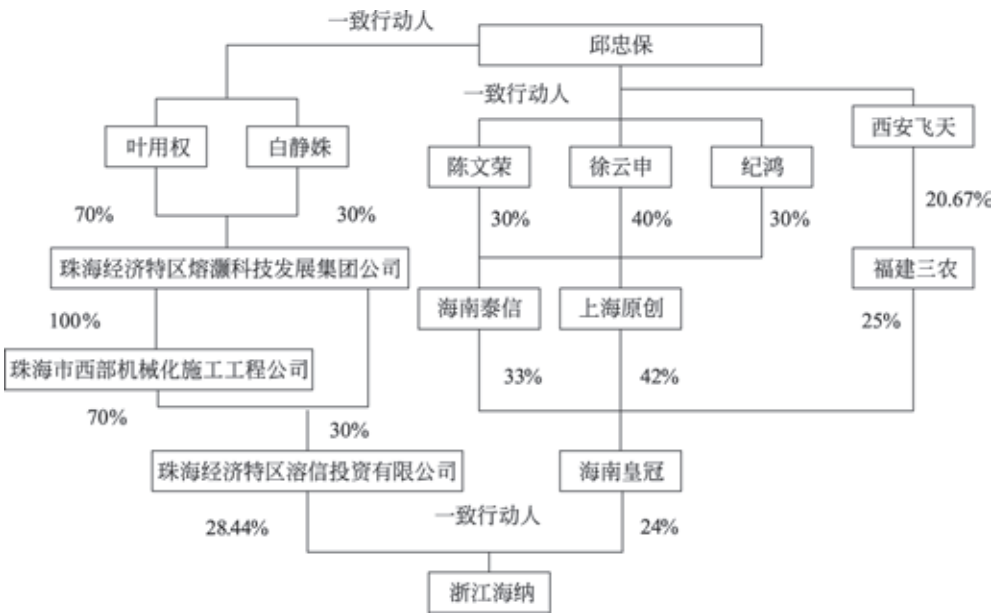


图 3-20 飞天系股权结构图

由图 3-20 可知，邱忠保通过三条控制链条对浙江海纳实施控制。这三条控制链是：西安飞天→福建三农→海南皇冠→浙江海纳，上海原创→海南皇冠→浙江海纳，珠海经济特区熔灏科技发展集团→珠海市西部机械化施工工程公司→珠海溶信→浙江海纳。三条金字塔控制链使得现金流权和控制权产生分离：邱忠保对浙江海纳共持有 39.76% 的现金流权（ $20.67\% \times 25\% \times 24\% + 42\% \times 24\% + 28.44\%$ ），邱忠保对浙江海纳的控制权却达到了  $73.11\% = (20.67\% + 24\% + 28.44\%)$  之多。控制权高出所有权将近有 30%。

### 3.4.5 邱忠保掏空浙江海纳

从 2003 年入主浙江海纳到 2005 年接到证监会立案调查通知书。在这 3 年时间里，邱忠保主要通过利用上市公司为飞天系公司担保以及直接侵占上市公司资金实现对上市公司的利益侵占。

（1）违规担保情况。截至 2005 年底，浙江海纳为受邱忠保控制的关联企业提供担保 11 次，担保总额为 3.15 亿元。而这些担保都属于违规违法的担保，这些为具有同一实质控制人的关联企业提供的担保都没有经过海纳董事会的正常审议、决议，也没有及时履行信息披露义务，严重违反了证监会的相关规定。

（2）占用资金情况。截至 2005 年底，邱忠保关联方占用上市公司金额达到 13 次，总金额 3.11 亿元。

### 3.4.6 利益侵占对浙江海纳的影响

被不断掏空之后的结果，就是浙江海纳债台高筑，巨额亏损，广大中小股东的利益被严重侵害。

浙江海纳 2004 年年底公告，为编制完成公司 2005 年报及 2006 年一季报，公司拟对飞天系占资和违规担保计提坏账准备和预计负债，预计减少 2005 年净利润 6.33 亿元。2005 年对实际担保金 3.31 亿元全额计提了预计负债，导致公司 2005 年报出现每股 7.07 元的巨额亏损。

2006 年年底公告，宣称邱忠保等人的违法违规行为直接造成浙江海纳资不抵债，给公司和全体股东造成了巨大的损失。邱忠保等关联方仍有大量占款不能归还，公司存在大量的违规担保，公司主要资产被查封冻结。

当然，被邱忠保的飞天系掏空的不仅是浙江海纳，石油龙昌（600772）和福建三农（000732）也在 2005 年上半年先后曝光被大股东违规占用近 10 亿元。两家公司皆在邱忠保的操控之下，因资金非法挪用和违规担保而债台高筑，后者更因连续三年亏损，不得不在 2007 年 5 月 11 日被责令暂停上市。石油龙昌先是退入三板，最后也逃不掉退市的命运，于 2006 年 11 月 30 日起终止上市。

### 3.4.7 案例后续进展

2005 年年底，浙江海纳的危机开始逐步凸显。邱忠保操控下的违规担保在债务到期后，债权人纷纷起诉，申请执行。公司涉及的重大诉讼、仲裁事项多达 19 项之多，涉及债权人 16 人。

2006 年 4 月，邱忠保和飞天系的高管、财会人员数人相继被逮捕。涉嫌罪名有挪用资金罪、合同诈骗罪、贷款诈骗罪和提供虚假财务报告罪等罪名。

2008 年 11 月，邱忠保被法院一审以合同诈骗罪、挪用资金罪判处有期徒刑 20 年，罚金 100 万元人民币。其兄邱忠国犯合同诈骗罪被判处有期徒刑 13 年，处罚金 80 万元。此外，邱忠保的属下、浙江浙大海纳科技股份有限公司财务总监乔正科犯挪用资金罪被判处有期徒刑 6 年。

面临债务危机的浙江海纳急需全面重组，否则公司将被暂停上市直至退市。浙大网新（600797）接手，令浙江海纳经历4年磨难后有了重回浙大怀抱的希望。

2007年4月23日，公司宣布因重大事项停牌，代表浙江大学的圆正集团则借机将股改和浙江海纳的重组绑定。

当年11月23日，杭州市中院裁定批准深圳市大地投资发展有限公司（下称大地投资）的重整计划，后者是网新集团100%控股的杭州通凯科技有限公司全资子公司。

此前的2007年4月30日，海口市中院裁定将海南皇冠持有的浙江海纳2160万股抵债给大地投资；珠海溶信持有的2560万股中的1780万股，被深圳市中院在2005年11月裁定抵债给深圳科铭实业有限公司（下称深圳科铭），不过深圳科铭2007年9月又将其中1380万股转让给深圳金时永盛投资发展有限公司。

同样在2007年，褚健、赵建、李立本和张锦心4名浙江海纳原始股东分别将持有的45万股先后转让给章全、顾伟康、吴浩成和赵春燕，昔日高管淡出股东行列。

伴随着一系列股权转让，杭州中院2007年9月裁定浙江海纳进入重整程序。重组计划执行完毕后，大地投资拥有对上市公司9844.29万元的债权，虽然此后大地投资曾将其中2650万元的债权协议转让给网新教育，不过这两家债权人拟分期共同豁免这部分债权。

破产重组基础上，浙大网新拟以子公司网新机电100%股权认购浙江海纳4472.4054万股（每股定价12.21元），成为浙江海纳大股东。

2009年3月31日，大地投资无偿受让圆正集团、浙江风投等9家浙江海纳法人股股东持有的上市公司70%股权，合计1292万股；再加上此前受让海南皇冠的2160万股，大地投资合计持有浙江海纳3452万股。

同时，大地投资向全体流通股股东每 10 股送 0.6 股，浙江海纳还以资本公积金向流通股股东每 10 股定向转增 1.6 股。

浙江海纳总股本从 9 000 万股扩大至 1.395 亿股，圆正集团除直接持有上市公司 270 万股外，还通过网新教育、浙大网新和大地投资间接持有 8 244 万股。

因持股比例累计达 61.02%，2009 年 4 月 2 日，大地投资、浙江浙大网新教育发展有限公司、圆正集团和浙大网新，向证监会申请豁免要约收购，2009 年 4 月 17 日，要约收购义务得以豁免。

2009 年 4 月 30 日，停牌一年多的 SST 海纳（000925）完成股改复牌。此前 10 天，由浙大网新及其关联公司重组浙江海纳的方案，获得证监会核准批复。

随着资产重组的完成，公司主营业务将从原来单一的半导体节能材料拓展为节能减排和轨道交通业务为主营业务方向的大机电产业。4 月 28 日晚，SST 海纳董事会公告，审议通过《关于更名为浙江众合机电股份有限公司的议案》。

2009 年 7 月 16 日，“浙江海纳”更名为“众合机电”，因主业变为节能、环保、城市交通的大机电概念，推动股价开盘一小时不到即涨停，终日封于 27.18 元。其公告称，“浙江海纳科技股份有限公司”更名为“浙江众合机电股份有限公司”。证券代码不变，仍为“000925”。公告显示，公司主营业务将从原来单一的半导体节能材料拓展为节能减排和轨道交通业务为主营业务方向的大机电产业。由于公司通过机电脱硫类资产经营实现的收入占公司主营业务收入的 91.07%。经核准，从 2009 年 7 月 16 日起，公司所属行业将变更为“专用设备制造业”。

这意味着，上市的第 10 个年头，浙大海纳被资本玩家邱忠保的飞天系掏空后，重新回到浙江大学怀抱。

不同的是，这次浙江海纳成为浙大系另一家上市公司浙大网新的子公司，

公司主营范围也随着注入的机电资产发生改变；留给资本市场的悬念是：飞天系的掏空能否因此次脱胎换骨的重组而烟消云散？

### 3.4.8 评价与启示

邱忠保对浙江海纳掏空的手段是我国资本市场诸多民营系族企业所惯用的典型做法，虽然2006年新公司法 and 证券法加大了对上市公司实际控制人信息披露的监管力度，而且对关联交易的监控也严格了很多，但由于更多是事后的监督。事前、事中的监督还有待加强。2006年之后，类似飞天系掏空浙江海纳的剥夺行为会少一些，但是更加隐蔽的手段也是存在的。

10年之后，浙江海纳又回归了浙江大学的怀抱，10年前浙江大学有必要将其卖给邱忠保吗？我国资本市场上有一群独特的上市公司，即各著名高校的上市公司。如清华系、北大系、复旦系等。郎咸平教授曾在《操纵》一书中披露了北大系和清华系中明天系、深安达、粤华电的幕后操作方法。所以，我们希望起了新名字“众合机电”并成为浙大系的一家底层上市公司后，好好善待中小股东。

## 3.5 解决“小”股东剥夺问题的基本思路

这里的“小”并不是真正的小股东，而是指现金流权小，但是却掌握着企业控制权的控制性股东。与现金流权和控制权并不分离的真正大股东比起来，这种“小”股东是非常可怕的。

那么，企业系族的“小”股东为什么敢黑别人呢？实际上这些控制性股东利用了公司制中的有限责任原则，以及通过层层持股的关系为自己的剥夺

行为创造了“防火墙”，把自己保护起来。因为在有限责任原则下，一旦有损失，控制性股东的损失可以被限定在最初的有限出资额度内。而且即使一旦将一个上市公司掏空破产之后，由于只承担有限责任，并不影响该股东旗下的其余公司，因此他完全可以再控制另一家上市公司继续其剥夺行为。

而作为个体的企业家和投资者来说，面对资本市场上控制性股东黑其他股东的问题是无能为力的。我在写作本章时候的意图是提醒企业家朋友，资本市场表面是风光无限的，但实际上暗礁是到处存在的。当进行资本运作是，如果对方是具有企业系族结构时，在还没有足够的对资本风险控制的经验时，企业家和投资者最好避而远之。

防止企业系族中控制性股东通过上市公司进行的剥夺行为，这就需要从国家层面针对上市公司在 4 个方面做出制度建设的努力：增加对小股东的法律保护、建立更加独立的董事会制度、增加信息披露的透明度以及建立信誉机制。

### 3.5.1 增加对小股东的法律保护<sup>①</sup>

完善投资者保护的法律体系是解决控制性股东剥夺中小股东的根本办法。自 2006 年起，随着新《公司法》和新《证券法》的颁布实施，从总体上来说，我们的立法已经比较完善了，但是在以下 4 个方面还存在一些问题：

第一，一些有利于小股东权利保护的关键性制度尚未引进。在美国和英国，小股东维权有举证倒置制度、集体诉讼制度和股东派生诉讼制度三驾马车，其中举证倒置、集体诉讼是最关键的，对小股东权利的保护力度也最大。但是，我国只是在 2006 年引进了股东派生诉讼制度，而举证倒置和集体诉讼这些关键制度的缺失，无疑加大了小股东的诉讼成本，难以做到用法律武器

---

<sup>①</sup> 这部分内容将在第 4 章重点讨论。

来保护自己的权益。

第二，缺少惩罚性赔偿等关键制度，使得在我国资本市场“黑别人”的成本较低。在司法体系中，只支持单纯形式的赔偿。也就是说，当小股东被大股东“黑”了之后，小股东在法院打赢了公司。这时候，小股东获得的赔偿既不能小于损失的数额，也不能超过损失的数额。而英美法系中的惩罚性赔偿是遏制大股东黑小股东行为的重要制度安排。在美国，一个小股东如果他打赢了官司，那他获得的赔偿就包括实际财产损失赔偿额，加上惩罚赔偿额，还有可能获得精神损失赔偿额。在这种法律制度安排下，小股东就会有很大的积极性去打官司获得赔偿。一个大股东如果黑了小股东，那么他有可能除了把“吃进去的吐出来”之外，还得额外补偿小股东，这就使得在美国公司的大股东不敢轻易损害小股东的权益。这也是为什么美国资本市场上股份较为分散，而我国资本市场一股独大的一个重要原因。

第三，证监会和证券交易所要变事后监管为事中、事前监管，加强对控股股东的监管。在美国的资本市场上，由于股权分散，公司治理的主要问题是经理人黑老板的问题，因此美国证监会的监管对象一般只限于上市公司和证券经营机构。但是这种思路并不符合我国资本市场的现状，我国的上市公司的普遍现象是一股独大，在未来很长一段时期里，控制性股东黑中小股东将是最严重和最突出的问题。因此，我国证监会和证券交易所的监管对象一定要将控股股东作为重点，而且要将事后监管提前到事中，甚至事先监管。可现在的情况却是证监会往往是问题发生及新闻媒体报道之后才去调查监管，监管效率非常低下。这里可以借鉴英美法系“有罪推定”的思想进行事前监管，比如，一家上市公司在重大信息披露之前股价出现明显的异常波动，就可根据该事实“推定”为内幕交易而启动查处程序。

第四，中小股东尚不能很好地利用法律武器来保护自己。虽然我国对中小股东权利保护的 legal 体系还不健全，但是 2006 年新的《公司法》和《证券

法》已经增加了许多保护中小股东权利的条款，可惜的是很多中小股东并不了解这些。我在 EMBA 和 EDP 课堂上问过很多企业家同学，他们中有很多人都不知道我们的法律体系已经引进了累积投票制度、股东表决权排除制度、表决权代理制度以及股东派生诉讼制度。因此，要遏制控制性股东的剥夺行为，小股东必须行动起来，学会用法律武器来保护自己。

### 3.5.2 建立更加独立的董事会制度<sup>①</sup>

在控制性股东构建的企业系族或集团公司中，上市公司是其掠夺中小股东财富的工具。因此，在上市公司中建立更加独立的董事会制度，使得董事会不受控制性股东的控制就显得尤为关键。我国于 2001 年引进独立董事制度，自 2003 年开始要求上市公司董事会中 1/3 的必须是独立董事制度。独立董事制度的引进确实改善了我国上市公司的治理结构，提升了治理效率。但是，独立董事制度的一个很突出的问题就是：独立董事真的独立了，就不“懂事”了；独立董事“懂事”了，就不独立了。如何解决这个问题，将是建立更加独立的董事会制度的要点所在。

### 3.5.3 增加信息透明度<sup>②</sup>

如果“谁是上市公司真正的控制人”的信息是透明的，就有利于中小股东、新闻媒体、各种中介机构对公司的实际控制人进行持续和深入的评估，有利于建立一个社会所必需的声誉记录和评价体系，有利于对控制性股东进

---

① 这部分内容将在第 5 章详细讨论。

② 这部分内容将在第 4 章中的案例“中国在美国的上市公司遭遇集体诉讼”中详细讨论。

行约束。

在2006年修订的《证券法》第66条年度报告和第67条重大事件公告中明确要求上市公司披露实际控制人持有股份或控制公司情况的变化，这对于中小股东来说是一个非常好的信息。这条制度是直接针对我国资本市场上日益猖獗的控制性股东剥夺中小股东问题而设计的，但能否有效，关键还在于证监会在监管过程中能否严格监管。

自银广夏案件之后，我国上市公司披露信息的真实性在增加，但还没有达到准确、及时、全面的标准。完善信息披露制度除了强化信息披露各方的行政责任、民事责任甚至刑事责任等内容，更重要的是要对控制性股东披露虚假信息 and 内幕交易引入惩罚性赔偿制度。让控制性股东事情败露后付出的赔偿成本远远大于他从虚假信息和内幕交易中获利，从而加大控制性股东的机会成本，使得他不敢轻易黑其他中小股东。

如果惩罚性赔偿机制在我国实施暂时有困难的话，可以在资本市场上引进做空机制，同时引入举证倒置和集体诉讼，用市场规则来惩罚层出不穷的虚假信息披露和财务欺诈现象。

#### 3.5.4 建立信誉机制

我在讲课过程中，很多企业家同学跟我说，解决控制性股东黑中小股东问题的一个重要办法就是每个企业都诚信经营。企业家同学的说法无疑是正确的，但是如何才能使得每一个企业家都能做到诚信经营呢？有人说，做到诚信经营关键在于企业家要提升自己的道德水准。可事实上，依靠企业家道德水准的提升让全社会的企业都做到诚信经营，这只是“水中月、镜中花”，看着美好，实际上不切实际。

一个全社会的信誉机制建立，必须依靠这样的利益制度安排：一个讲诚信

的人或企业得到的利益远比其不讲诚信时得到的多。在这种制度安排下，没有人不讲诚信，因为讲诚信比不讲诚信得到的更多。

### 【案例 3.8】为什么在美国不闯红灯

在美国生活过的人都知道，在美国开车远比在中国开车要容易得多。美国的大城市中，也会像北京、上海和深圳一样堵车。但是，这个时候没有人会闯红灯、走应急道、加塞，大家都非常有秩序地排队。难道是美国人的道德水准高于中国人的道德水准吗？

有一年，我到美国的硅谷。我的一个大学同学在美国留学之后就在硅谷创业。这个同学在国内的时候开车非常猛，但是在美国开车却非常守规矩。一天晚上 23:00 左右，同学开车拉着我回家，到了一个十字路口，刚好赶上一个红灯，路口的几个方向都没有车，而且也没有摄像头。要是在国内，我的这个同学肯定一脚踩油门就过去了。但是那天他却停了下来。我很奇怪地问他为什么？

他跟我说：“我要是一脚踩油门冲过去，万一被发现，不仅要缴纳罚款，而且明年的保险什么的都得涨价。哪敢闯啦？”

同学的回答不但已经清楚地解释了为什么一个中国人在美国开车守规矩，而在中国开车却经常违规的原因；而且也解释了为什么在美国容易实现诚信经营，而在中国却不行。并不是美国人的道德水准比我们中国人高，而是美国存在一个健全的信誉机制。在北美地区，有三个社会信用局，记录着人们的信用情况。你一旦上了违反信用的黑名单，那么未来生活中就会付出更大的成本。就像案例中闯红灯最直接的影响就是，第二年保险公司认为你不诚信的行为会给公司带来风险，除了你的车辆保费上涨之外，其他保险费用也会相应上涨。

同样的道理，信誉机制对控制性股东黑中小股东的行为同样也起着重要的抑制作用。一个控制性股东过去曾经黑过中小股东，当这个记录形成一个不良声誉时，他的融资成本就会加大。比如，这个时候该控制性股东有一个好的商业机会，向资本市场融资时，即使他的融资条件很具吸引力，潜在的投资者也不一定愿意投资。即使其他投资人愿意投资，也会权衡这个投资机会的可能收益，以及这个人损害自己权益的可能性，而只愿意出一个相对比较低的出资额和溢价倍数。出于对自己未来在资本市场上融资成本的考虑，这就逼着控制性股东会非常在意自己的声誉，从而约束自己不良行为。

关于资本市场上控制性股东对其他股东的剥夺问题，国内有两名学者研究得比较透彻和深入，一位是香港中文大学的郎咸平教授，一位是清华大学的宁向东教授。本章的写作主要参考和引用了郎咸平教授的《操纵》和宁向东教授的《公司治理理论》两本书中的部分内容。读者如对此内容感兴趣，建议除本书外，再阅读一下这两本书。



## 第 4 章

# 章定权利与股东权利保护

- 4.1 股东的主要法定权利
- 4.2 章定权利的重要性
- 4.3 公司章程和股东协议
- 4.4 章定权利的主要内容
- 4.5 小股东能否告赢大股东



从本质上讲，股东权利的保护就是加强对小股东权利的保护，因为当公司中存在控股性股东时，绝大多数情况下大小股东之间存在利益诉求的冲突，大股东就可能利用其在公司中的优势地位为了自身利益而侵害小股东利益。

本章主要讨论的是在一家单独的公司中，这家公司可能是上市公司，但也可能是非上市公司，而且可能并没有出现控制权和现金流分离的情况，但是大股东欺负了小股东利益，小股东该怎么办的问题。

对小股东权利保护的关键在于公司控制权的合理配置，其中最有效的“武器”有两个：一个是以《公司法》为代表的各种法律法规；另一个更为重要的是以公司章程为代表的股东自治文件。

### 4.1 股东的主要法定权利

股东，作为对公司进行投资从而拥有公司主权的利益主体，到底拥有什么样的权利呢？

从权利来源上讲，股东的权利是指股东因对公司进行投资而持有公司股份，基于股东资格而在公司中享有的以财产收益权为目标的多种权利。新《公司法》第4条规定股东权利为“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利”。也就是说，作为一名投资人的股东依法享有的权利，大都是公司法以及相关法律法规赋予股东的，我们将这种权利来源称为法定权利。

股东的法定权利主要有两个方面：一方面是以“享有资产收益”为代表的财产权；另一方面是以“参与重大决策和选择管理者”为代表的身份权。其中，财产权是股东投资一个企业的最主要目的，身份权是保证财产权得以实现的保障手段。

财产权是股东取得财产性剩余索取权的权利，属于股东可以单独行使的权利，在法律上被称为自益权，包括但不限于分红权、剩余财产分配请求权、新股认购请求权、异议股东股权请求收购权、出资转让权、股份的优先受让权等。

身份权是股东参与公司决策、经营、管理、监督和控制的权利，属于要和其他股东共同行使的权利，在法律上被称为共益权，包括但不限于股东大会召集请求权、知情权、质询权、表决权、提案权、违法决议撤销权、请求解散权和诉讼权等。

新《公司法》与老《公司法》相比有一个明显的变化，就是强调对中小股东权利的保护。新《公司法》在下面 11 项重要的股东权利方面有新的规定。

#### 4.1.1 股东身份权

向一家公司投资之后不就成为股东了吗？为什么还需要法律明确股东身份权呢？确实，理论上，这不是一个非常重要的问题，但是，在实际的经济生活中，股东身份权确认是各类投资权益中常见的纠纷。经常有些老板采用所谓的模拟股份制，让员工出资认购股份，并发放股权证，但是不做工商登记。给员工的感觉是成为了股东，但实际上这个股东的身份是假的，不受法律保护。

因此股东应当重视股东名册的登记和工商登记的变更，这些是主张股东权利的直接证据。新《公司法》第 6 条、第 32 条、第 33 条、第 126 条和第 129 条对有限责任公司和股份有限公司的工商登记、工商登记变更做了明确规定；而且明确了出资证明书、股东名册或股票是股东行使权利的身份象征。

### 4.1.2 知情权

股东知情权是股东权利中的一项基本权利，是行使其他权利的前提和基础。为了确保小股东能够获取足够的公司资料及信息，新《公司法》第34条规定：“有限责任公司股东有权查阅、复制公司章程、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告。除此之外，有限责任公司股东可以要求查阅公司会计账簿，公司拒绝提供查阅的，股东可以请求人民法院要求公司提供查阅。”

对于股份有限公司，新《公司法》虽然未赋予股东查阅公司会计账簿的权利，但是扩大了查阅范围，第98条规定：“股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。”

《公司法》第146条规定了上市公司的信息披露制度，上市公司强制性信息披露实际上就是为了保护中小股东的知情权。我国现行的法律规定，对上市公司存在披露信息不规范、不准确、不及时的情况有严格的限制条款。《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》第5条规定：“公司的全体发起人或者董事必须保证公开披露文件内容没有虚假、严重误导性陈述或重大遗漏，并就其保证承担连带责任。”《股票发行与交易管理暂行条例》第17条规定：“全体发起人或者董事以及主承销商应当在招股说明书上签字，保证招股说明书没有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏，并保证对其承担连带责任。”第77条规定：“违反本条例规定，给他人造成损失的，应当依法承担民事责任。”第74条第2款规定：“任何单位和个人违反本条例规定，有在股票发行、交易过程中，作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息的行为，根据不同情况，单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款。”《证券法》第69条更是明确做出规定，发布虚假信息的发行人董

事和承销的券商董事应对由此引起的投资者损失承担连带赔偿责任。

#### 4.1.3 质询权

质询权是和知情权相辅相成的制度，是保障小股东知情权得到确实保障的一条关键制度。质询权是指当股东出席股东（大）会时，可以要求董事、监事或经理人列席会议，就决议的相关问题对其进行询问。

新《公司法》第 151 条规定了股东的质询权：“股东会或者股东大会要求董事、监事、高级管理人员列席会议的，董事、监事、高级管理人员应当列席并接受股东的质询。”

质询权的确认有利于平常不参与企业经营管理的股东了解股东会或股东大会决议事项的背景及详细情况，提高表决投票的针对性和科学性，同时也是对董事、监事和经理人行为的一种威慑。

#### 4.1.4 表决权

表决权是股东身份治理权的核心，涉及参与重大决策权和选择管理者权是否能够得到落实，是保护股东财产权的重要手段。对公司的控制权往往就是通过表决权来实现的。新《公司法》在股东表决权上的规定与旧《公司法》相比，增加了很多有利于中小股东权利保护的内容，这些规定确保股东可以参与公司重大事务的决策，使得小股东保护自己的权利成为可能。

新《公司法》第 38 条和第 100 条分别规定有限责任公司股东会和股份有限公司股东大会的职权，确保股东会和股东大会是公司的最高权力机关，对公司的重大事务进行决策。这些重大事务包括公司的经营方针和投资计划；董事会成员的选举和更换；确定董事、监事的报酬；审议并批准上一年度的

利润分配方案或弥补亏损方案；审议批准本年度财务预算方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；修改公司章程等。

新《公司法》第37条和第99条的规定确保股东能够参加股东会和股东大会，而且第105条的规定“公司转让、受让重大资产或者对外提供担保等重要事项必须经股东大会作出决议”，这条规定是直接针对我国资本市场上屡禁不止的违法违规的金融运作作出的；第106条规定了在股份有限公司的董事会和监事会选举中采用许可性累积投票制度，这是直接针对大股东通过操纵董事会和监事会而控制整个公司的现象作出的规定。

新《公司法》第107条为股份有限公司的股东规定了代理投票制度，使得小股东可以将分散的力量聚集起来，同大股东进行对抗，这对于上市公司的小股民更加重要。

新《公司法》第16条的规定赋予了股东审查关联交易的权利，公司为某股东的企业提供担保时，该股东的表决权直接被排除，不能参与表决。

这些规定实质上突破了一股一票的通俗理解，强调了真正的股东平等原则，赋予了小股东实际的权力对抗大股东，从而达到保护自己权利的目的。

### 4.1.5 自行召集和主持股东大会会议权

针对部分非上市公司执行董事和上市公司董事会不依法或不依公司章程召开股东会和股东大会的问题，新《公司法》第41条第3款和第102条第2款规定“代表1/10以上表决权或者股份的股东可以自行召集和主持股东会议”。这个规定实际上是扩大了小股东对公司的控制权，当代表大股东的董事或者经理人不愿意召开股东会或股东大会时，小股东可以运用这一项权利在特定条件下自行召集股东会（股东大会）来保护自己的利益。这对于大股东通过

控制董事会而架空股东会和股东大会的行为而言是一个沉重打击，小股东获得了对抗大股东的法律武器。

#### 4.1.6 投资收益权

投资收益权是指每个股东投资享有分红和资本增值的权利，这个权利应该是每个股东最主要的目标权利。新《公司法》第 35 条从这两个角度规定了股东的分红权和优先认购权：“股东按照实缴的出资比例分取红利；公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是，全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。”此外，第 187 条第 2 款规定：“公司财产在分别支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳所欠税款，清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。”这些规定从法律层面保证了股东的投资收益权。

#### 4.1.7 提案权

提案权就是股东在股东（大）会上提出议案的权利。新《公司法》第 103 条第 2 款规定：“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会。”这个规定是非常重要的，它赋予了小股东提案权，弥补了过去我国公司立法中无股东提案权的缺陷，对保护小股东利益有重大的现实意义。小股东可以将自己关心的、与自己利益密切相关的议案提交股东大会讨论，这就避免了小股东在股东大会上只能被动对大股东的提案说“是”和“否”。这条规定使得小股东的表决权可以更完整、更充分地行使，使小股东终于在股东大会上有了发言权，可以发出自己的声音了。

#### 4.1.8 违法决议撤销权

在非上市公司和上市公司中经常会出现这样的问题：控股大股东或经理人把持着股东会、股东大会和董事会，将股东会、股东大会和董事会变成他们操纵公司的工具。在这些股东会、股东大会和董事会中，只按照大股东或经理人的意思办，而从不考虑是否违法或违反公司章程，因此就出现会议的决议内容或程序违法或违反公司章程的问题。以前的《公司法》只是对股份有限公司股东大会、董事会的决议违法有原则性规定，但没有具体可操作的规定。

新《公司法》扩大了规定范围，而且有了可操作性的规定。第22条第1款规定：“公司股东会或者股东大会、董事会的决议内容违反法律、行政法规的无效。”第2款明确规定：“股东会或者股东大会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东可以自决议作出之日起六十日内，请求人民法院撤销”。

这条规定赋予了小股东选择权。小股东可根据实际情况，决定是否请求宣告决议无效或撤销决议。这在一定程度上遏制了大股东或经理人把控股股东会、股东大会和董事会的现象。

那么一般在什么情况下采用违法决议撤销权呢？按照《公司法》的规定，股东（大）会的违法决议包括内容违法和形式违法。公司股东（大）会的决议涉及以下所描述的违法情况，股东都可以行使违法决议撤销权：

（1）内容违法指的是股东会、股东大会或董事会决议的事项违反法律或章程的规定，比如通过的决议违反股东平等、股东有限责任原则，非法剥夺了股东的法定权利和章定权利；小股东参与分配股利的权利被取消；公司增资时小股东认购新股的权利被非法剥夺等。

（2）形式违法指的是股东会、股东大会或董事会的召集程序或者决议方法

违反法律或公司章程的规定。召集程序违法主要指的是股东会、股东大会或董事会召开违反了法定的召集方法和程序，致使小股东无法出席股东会并行使表决权，比如会议的召集通知没有发送、会议召集的时间过于仓促、没有将会议审议事项明示在通知和公告中、出席股东会的人数没有达到法定的最低限度等。

（3）决议的方法违法是指股东会、股东大会或董事会在通过决议时的表决方法违反了法律或公司章程的规定，如股东会或股东大会对公司章程规定在公司选举董事会成员或监事会成员时采用累积投票制度，但实际上采取的是一股一票制度等事项。

#### 4.1.9 异议股东股权收购请求权

在上市公司中，如果大股东“黑”了小股东，小股东实在没办法了，还可以将股票卖出。但是非上市公司中存在一个很普遍、很严重的问题就是，小股东被“黑”后还得继续忍气吞声，因为大股东拒绝收购小股东的股份。因此，异议股东股权收购请求权产生于股份有限公司，但对有限公司更为适用。

新《公司法》第75条为具有不同意见的有限责任公司的小股东规定了退出机制：“有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：（1）公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的；（2）公司合并、分立、转让主要财产的；（3）公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。”而且第75条还规定：“自股东会会议决议通过之日起六十日内，股东与公司不能达成股权收购协议的，股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法

院提起诉讼。”

新《公司法》第143条第4款还规定了股份有限公司的异议股东股份收购请求权制度：“股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。应当在六个月内转让或者注销。”

### 4.1.10 请求解散权

在现实的经济生活中，有些公司长期亏损，转盈无望。在这种情况下，小股东和大股东以及经理人的利益诉求是不一样的。对于小股东来说，一般只能通过分红享受公司收益，这时候公司继续经营只能损害小股东的利益，因此小股东会要求解散公司，将投资损失降到最低。但是公司的大股东和经理人一般不会同意小股东的要求，因为公司的控制权和经营权都在大股东和经理人手里，公司继续做下去，虽然依然会亏损，但是大股东和经理人却可以从中获取控制权私利。在旧《公司法》的规框架下，小股东就被“黑”定了。因为就《公司法》规定解散公司的决议需由股东会三分之二以上表决权的股东同意。

针对这种情况，新《公司法》第183条非常谨慎地规定了请求解散权制度：“公司经营管理发生严重困难，继续存续会使股东利益受到重大损失，通过其他途径不能解决的，持有公司全部股东表决权百分之十以上的股东，可以请求人民法院解散公司。”

### 4.1.11 诉讼权

以上的10项权利是股东最主要的权利，但是当股东的上述权利被其他股东董事、监事或经理人侵害时，而通过协商又解决不了的时候，被“黑”的

股东就有权利到法院对侵害其权利的其他股东、董事、监事和经理人进行法律诉讼，要求停止侵权行为，这就是股东的诉讼权。股东的诉讼权是股东权利保护的底线，也是股东法定权利中最重要的一项权利。但是法律诉讼是有成本的，一般不到万不得已不轻易为之。

新《公司法》中扩大了股东诉讼权的保护范围。比如，旧《公司法》中对董事、监事和经理人侵害公司和股东利益的情况缺少明确规定。新《公司法》第152条和第153条对这种情况进行了详尽的规定，被“黑”的股东可以直接向法院提起派生诉讼或直接诉讼，这是法律对股东权利保护的强化。

新《公司法》，对股东诉讼权的实施进行了细化规定。旧《公司法》中关于小股东诉讼权的规定过于笼统，新《公司法》中做了细化。比如在上述关于股东的投资收益权、异议股东股权收购请求权、违法决议撤销权和解散权的规定中，就对小股东在自己权利被侵害时如何提起诉讼进行了具有可操作性的细化。

## 4.2 章定权利的重要性

前面所介绍的股东权利主要是《公司法》及其相关法律法规赋予股东的，我们把这种来源的股东权利称为法定权利。法定权利是重要的，因为它是对投资人权利最基础的保护。但是，从某种意义上看，法定权利其实并不是最重要的。因为法律是普适性规则，对所有公司都是适用的，但就因为它兼顾考虑了所用公司的问题，对公司的特殊问题就无能为力了。而现实中的每一个企业都有自己的特殊性，公司的发展又充满着较多的不确定，如果只依赖法律来保护股东权利，很多时候是问题发生之后一点办法都没有。

因此，每个公司就须要根据自己的特殊情况，在法定权利的基础上再赋予

股东一些确实能够被保护的权利，这就是所谓的章定权利。章定权利是指由公司章程等股东自治文件所赋予股东的权利。

2006 年的新《公司法》有一个革命性意义的变化，就是在若干章节都赋予股东通过公司章程等自治文件来完善股东权利的保护。换句话说，只要公司章程中约定的内容没有违反我国现行法律法规的规定，这些约定就受到法律保护。这在立法上是一个了不起的进步，同时也使得公司章程成为股东控制权争夺的一个重要武器。

#### 4.2.1 案例：好兄弟反目成仇<sup>①</sup>

四川惠松工程机械有限责任公司是一家民营企业，主要代理销售工程机械产品，公司成立时，两名股东刘学光和苏进每人出资 100 万元，各持 50% 的股份。两个人以前是同事和朋友，所以，经协商由刘学光担任法人代表、执行董事，苏进担当副总经理、监事。在公司成立后不到两年，业务发展非常迅速，很快就在当地同行业中名列前茅。

但是，到了 2000 年，在公司生意最红火的时候，苏进发现自己在公司没有实际的控制权，他感觉到公司内部管理包括人事权、财务权各方面，都是由刘学光一个人说了算。而到了 2001 年 11 月 28 日，刘学光召开总经理办公会，免掉了苏进副总经理的职务。公司当时留下的一份内部材料表明，解除苏进职务的原因包括：以各种形式干扰公司规章制度的贯彻执行，对不符合条件的客户随意销售，利用工作之便谋取个人私利，比如卖单给其他单位，私扣应付他人的佣金，而且多日不到公司上班却不知去向。

为此，苏进于 2001 年 12 月 29 日，以律师函的形式向刘学光提议召开公

---

<sup>①</sup> 资料来源：宁向东. 公司治理理论 [M]. 北京：中国发展出版社，2005：204—206.

司股东会，在这份律师函中，他认为根据公司章程规定，股东会每年至少召开一次，但公司成立后三年时间里，却没有开过一次股东会。苏进希望通过召开股东会重新选举公司的组织机构，重新分配公司执行董事和总经理的权力关系。苏进拥有 50% 的公司股权，他觉得执行董事和总经理这两个职务至少应有一个由他来担任。

然而，股东会最终也没有开成，因为按照《公司法》和公司章程的规定，召集公司股东会的权力掌握在执行董事刘学光的手里，苏进作为公司监事，虽然拥有 50% 的公司股权，但只能向执行董事提出召开股东会的建议，在这种情况下，如果刘学光拒绝召集股东会，苏进无能为力。

无奈之下苏进打算卖掉自己的股份，但没有人愿意接受他的转让，因为谁接受谁就会被刘学光“黑”。苏进想让刘学光来收买这 50% 的公司股份，但刘学光却并不想花这个钱，因为随着资本增值，这 50% 的股份已经不是原始的 100 万元了，而是好几百万元。这样一来，苏进又一次陷入了进退无路的尴尬境地。

苏进的律师建议他到法院去告刘学光，要求解散公司。但是，按照当时《公司法》的规定，解散公司的途径只有三个：第一，公司经营期限届满；第二，因公司合并或者分立需要解散；第三，股东会决议解散。然而，公司经营期限届满，还要等到 2028 年；而公司合并或者分立的可能性也不存在；通过股东会决议来解散公司，首先苏进本人根本无法召集股东会。再说，即使股东会真的召开了，形式决议还是需要公司股份三分之二以上的多数通过，而苏进只拥有 50% 的股份。

显然，面对同样拥有公司 50% 股权的刘学光，根本不可能形成三分之二以上的多数意见，因此苏进根本无法达到目的。

在现实生活中，类似的故事还很多。中国人投资创办公司的时候，并不太注意公司章程的设计和约定，一些人往往认为不好意思把账算得太清楚，把

话说得太绝。这是一个误区，做公司最重要的就是在创办公司初始时“亲兄弟明算账”，否则后患无穷。《公司法》等法律法规赋予股东的法定权利是最简单、最基本的公司合约，它所能提供的股东权利保护是非常弱的。每一个公司都有自己特殊的情况，股东权利保护的大量细节，需要在公司章程里面规定。只有这样，投资者才能有效地保护自己。

在本案中，刘学光的行为是否违法呢？实际上他的行为不但不违法，而且合法。首先，刘学光解雇苏进副总经理的权力是他作为总经理所拥有的，因为他解雇的是经理人身份，而非股东身份；其次，刘学光拒绝召开股东会也是有理由的，因为他们的公司章程约定监事只有向执行董事提起召开董事会的权力，而是否召开的权力掌握在执行董事刘学光手里。

本案中的股权结构本来是没有大小股东之分的，但正是这种非常糟糕的 50%：50% 的股权比例为后续争端埋下了祸根。一般来说，在一家非上市公司中，股份比例是决定控制权的最重要因素。股份比例中 34%、51% 和 67%，也就是是否占到 1/3、1/2、2/3 以上的股份比例是很重要的。因为公司法针对 1/3、1/2、2/3 以上的股份比例对股东赋予了不同的控制权。但是 50%：50% 的股份比例非常糟糕，因为刚开始投资时，貌似两个股东之间是平等的，但只要其中一个股东通过在公司章程或董事会中获得对公司的控制权，另外一个股东就会成为弱势股东。

50%：50% 的股份比例可能在一种情况下是合理的，那就是两个股东是夫妻。在这种情况下，夫妻双方的股份比例可以是 50%：50%，也可以是 99%：1%，也可以是 100%：0。因为即使当夫妻离婚时，公司法也管不了，根据婚姻法双方的资产也得一人一半。因此如果股东双方是夫妻关系，股份比例并不重要。除此之外，创办公司千万不要采取 50%：50% 的股份比例。

在 50%：50% 的股份比例中，除了股东双方是夫妻关系之外，结果只可能是以下 3 种情况：一是企业做死了，双方感情也更深了，因为大家共同经

历了患难；二是企业半死不活的，双方感情依旧，因为大家正经历患难；三是企业做得很好，赚了不少钱，这下就麻烦了，股东双方往往由于利益分配的问题产生分歧，从而导致关系决裂，甚至发展到朋友反目成仇。

刘学光和苏进的情况就属于第三种情况。苏进的失误主要有 3 点：

第一，在投资创建公司的时候，苏进就不应该同意 50%：50% 的股份比例。

第二，在控制权分配上也有问题。在 50%：50% 的股份比例下，执行董事和总经理的位置苏进必须争取一个。刘学光是执行董事兼总经理，苏进是监事兼副总。这种控制权分配，貌似挺合理，刘学光管经营，苏进管监督，实际上公司的控制权完全掌握在刘学光手里，为后面的争端埋下了祸根。

第三，在万不得已非得采用 50%：50% 的股份比例时，一定要在公司章程中做出事先的安排或约定。如果苏进和刘学光在注册公司的时候，在章程中约定了股东退出的办法。比如可以约定任何一个股东由于非自愿原因不参与公司经营了，另外一个股东有义务购买他所持有的公司股份。同时在章程中约定股份转让的细节，比如约定如何聘请会计师事务所、会计师事务所费用的支付方式以及股份价格的评估原则等。有了这样的约定，就不会碰上苏进这样的困境。

#### 4.2.2 案例：为什么不购买我们的股份

1998 年，A、B、C、D 和 E 5 位朋友在深圳共同投资成立了一家公司，注册资金 100 万元，5 个人每人出资 20 万元，各占股份 20%。公司主要是生产和销售电源管理元件。

得益于 5 个股东的资源 and 市场能力，公司发展很快，第一年就有盈利。在 2000 年的时候，股东 B 要全家移民加拿大，希望转让股份。经股东会商议，

最后由股东 A 受让了 B 的全部股份。在 2001 年，股东 C 家里急需用钱，希望能够将其所有股份兑现，经股东会协商，股东 D、E 建议 A 买下 C 的股份，A 同意受让 C 的所有股份。至此，公司股份结构比例如下：A 持股比例为 60%，D 持股比例为 20%，E 持股比例为 20%。A 取得了对公司的绝对控制权。

公司的业务一直发展很好，每年的盈利也在持续增长。2003 年的时候，股东 D 和 E 也想趁公司盈利的时候将其股份套现，所以找到 A，希望 A 能够购买其股份。但是，出乎他们预料的是，A 拒绝了 D、E 的要求。而且从 2003 年开始，A 在股东大会上认为企业规模要扩张，拒绝分红。

D 和 E 试图将股份转让给其他人，但是潜在投资者看到 A 对待 D 和 E 的态度，都不敢接受。D 和 E 非常纳闷：“A 为什么不购买我们的股份，难道我们和你的关系不如 B 和 C？”

做企业不是做朋友，更多需要考虑的是利益方面的问题，而不是关系的问题。股东 A 为什么接受 B 和 C 的股权转让，而对 D 和 E 的股权转让请求置之不理？需要注意的是，不管是回购谁的股份，都已经不是当初投资的 20 万元，而是回购当时净资产核算之后的 20%，A 购买 B 和 C 的股份就要付出几百万元的代价，那他为什么要购买呢？购买 B 的股份，可以使得 A 成为相对大股东，购买 C 的股份，可以使得 A 成为绝对大股东，正是对于公司控制权的追求使得 A 接受了 B 和 C 的股权转让。

那么为什么 A 要拒接 D 和 E 的股权转让请求呢？因为这个时候 A 已经拥有公司 60% 的股份，基本上取得了公司的绝对控制权，他已经没有任何理由再付出大代价去购买 D 和 E 的股份。A 对待 D 和 E 的基本思路就是，用你们的 40% 陪我玩，不是挺好吗？因此，A 自 2003 年开始以企业规模要扩张为由拒接分红。为什么不分红，理由不一定就是 A 所谓的扩大生产，很有可能是通过“不分红 + 关联交易”的方式将公司利润转移掉了。

那么，这种情况下股东 D 和 E 应该怎么办？本案例发生在 2006 年之前，

按照旧《公司法》，D和E可以说一点办法也没有。新《公司法》第75条第1款规定的异议股东收购请求权就是针对这种情况：“公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的。对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权。”也就是说A要是连续5年不向D和E分红，D和E向法院提起诉讼，法院就会支持D和E的请求，要求A收购D和E的股份。但是，如果A连续4年不分红，第5年分红，然后再连续4年不分红，D和E就被A黑定了。

即使在新《公司法》框架下，也需要在公司章程中约定。即最好在A收购B的股份时，就应该修改公司章程，在章程中约定：“如果日后出现一个控股大股东，如果小股东要求分红而大股东连续两年不分红，小股东就有权要求大股东按照合理的价格收购其股份。”有了这一条约定，D和E再去法院告A，就可以保护自己的权益。

### 4.3 公司章程和股东协议

作为章定权利来源的公司章程和股东协议对于股东权利保护是相当重要的，尤其是对于小股东更为重要。因为作为法定权利主要来源的公司法只能规定公司的普遍性的问题，不可能顾及各个公司的特殊性。而章定权利是股东在注册公司的时候自己需要确定的，是股东的自我保护机制。

我国的很多投资者，尤其是有限责任公司的一些中小股东，只有到了发生权利被侵害、进入法院诉讼程序的时候，才意识到有章定权利这个武器，但为时已晚。而在公司注册时，这些股东并未能就自己的权利进行细致的考虑和约定，严格地在公司章程中有所体现，而只是照抄照搬了工商行政部门提供的公司章程的一般格式。各个企业的公司章程几乎没有实质性区别，公司

章程实际上已经成为一种形式，可有可无，已完全失去其意义。股东，尤其是小股东也就失去了一个保护自己权利的重要武器。

公司章程和股东协议都属于股东自治文件，都是股东章定权利的重要来源，也是公司控制权配置的重要武器。公司章程对于整个公司的股东、董事、监事、经理人都具有约束作用，而股东协议主要是约束签订协议的股东行为。

### 4.3.1 公司章程

公司章程是公司设立的最基本条件和最重要的法律文件，无论在哪一个国家注册公司，首先都需要订立章程。公司章程规定了公司组织和活动的原则和细则，是公司内外活动的基本准则。公司章程规定了公司、股东、董事等经营者相互之间权利义务关系，是公司对内进行管理的根本准则。公司章程也是公司最重要的法律文件，同时也是公司治理最重要的文件，相当于企业的宪法。符合公司章程的行为受国家法律保护，违反章程的行为，就要受到干预和制裁。

公司章程的内容就是指公司章程所记载的事项。一般来说，公司章程的记载事项可分为强制记载事项、推荐记载事项和任意记载事项三类。

强制记载事项指法律规定公司章程中必须记载的事项。对于强制记载事项，每个公司必须在章程中一一记载，股东没有权利作出自由选择。若不予记载或记载不合法，将会导致整个章程彻底无效。新《公司法》第25条和第82条分别规定了有限责任公司和股份有限公司的强制记载事项。《公司法》第25条规定的有限责任公司的强制记载事项为：“（1）公司名称和住所；（2）公司经营范围；（3）公司注册资本；（4）股东的姓名或者名称；（5）股东的出资方式、出资额和出资时间；（6）公司的机构及其产生办法、职权、议事规则；（7）公司法定代表人；（8）股东会会议认为需要规定的其他事项。”

《公司法》第 82 条规定的股份有限公司的强制记载事项为：“（1）公司名称和住所；（2）公司经营范围；（3）公司设立方式；（4）公司股份总数、每股金额和注册资本；（5）发起人的姓名或者名称、认购的股份数、出资方式 and 出资时间；（6）董事会的组成、职权和议事规则；（7）公司法定代表人；（8）监事会的组成、职权和议事规则；（9）公司利润分配办法；（10）公司的解散事由与清算办法；（11）公司的通知和公告办法；（12）股东大会会议认为需要规定的其他事项。”

《公司法》第 87 条规定了上市公司公司章程中必须载明的内容：“（1）发起人认购的股份数；（2）每股的票面金额和发行价格；（3）无记名股票的发行总数；（4）募集资金的用途；（5）认股人的权利、义务；（6）本次募股的起止期限及逾期未募足时认股人可以撤回所认股份的说明。”

相对记载事项，也就是所谓的推荐记载事项，是指法律列举规定的（也就是法律推荐使用），但是可以由公司选择记载的事项，一旦选择在公司章程中约定就会发生法律效力，如果章程中不约定也不会影响整个章程的效力；但是如果约定的事项不合法，则仅该事项无效，不影响章程的整体效力。新《公司法》第 13 条、第 40 条、第 45 条、第 52 条、第 71 条和第 166 条列举的是有限责任公司的相对记载事项，包括法定代表人的确定、股东会的召集方式、董事长和副董事长的产生办法、监事会中的职工代表比例、财务会计报告的披露方式等。

新《公司法》第 101 条第 1 款、第 105 条、第 106 条、第 118 条、第 120 条列举的是股份有限公司的相对记载事项，包括临时股东大会的召集方式、重大资产转让和对外担保的决策方式、选举董事会和监事会成员的决策方式、监事会中的职工代表比例。

任意记载事项是指法律并无明文规定，但公股东们认为需要协商在公司章程中约定的内容，主要包括经营公司业务和管理公司事务的办法，关于公

司董事会、股东权力的定义、限制和调节的办法，以及在规定范围内和规定条件下关于公司债务加于各个股东的个人责任等涉及公司配置权分配的关键事项。新《公司法》第38条第11款、第42条、第43条、第44条、第47条第11款、第49条、第50条、第51条、第54条第7款、第56条、第72条、第76条、第181条第1款及第217条第1款的规定列举了有限责任公司的任意记载事项，包括股东会的职责、股东会会议通知的时间、股东会的表决方式、股东会的议事方式和表决程序、董事会的职责、董事会的议事方式和表决程序、经理人的职责、执行董事的职责、监事会的职责、监事会的议事方式和表决程序、股权转让的办法、股东资格的继承办法等。

新《公司法》第101条第6款、第142条、第167条第4款、第170条的规定列举了股份有限公司的任意记载事项，包括临时股东大会的召集方式，对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作的限制性规定，利润分配办法，聘用、解聘承办公司审计业务的会计师事务所等。

新《公司法》第181条第1款及第217条第1款的规定列举了有限责任公司和股份有限公司的任意记载事项，包括公司解散的事由和高管人员的确定等。

在我授课过程中，经常有同学问我章程中需要对哪些内容进行约定？上文所列举的新《公司法》中的条款都属于公司章程约定的内容。当然，并不是要将所有内容都进行约定，而要根据每个企业的个性有选择地约定关键内容。具体来说，强制记载事项是必须约定的，但是要更加注意相对记载事项和任意记载事项的选择，因为这些都是实现权利自治的条款，是更加符合公司个性的条款。如果没有这些条款，小股东就不可能在章程中得到与大股东进行权利制衡的约定，那么当问题发生后，股东之间的关系就会变得非常复杂。

### 4.3.2 股东协议

股东协议是英美普通法系国家公司法上的概念，我国公司法中没有股东协议的概念，但在实践中，股东协议被广泛地使用，如有限公司发起人协议、业务管理约定协议、股权转让协议等。

股东协议虽然不能直接约束董事、监事以及经理人，但是股东协议中约定的内容又可能影响着公司、董事及监事的权力分配。比如一个小股东即使只占有公司很小的股份，但仍可通过股东协议从大股东手中获得公司的经营权。因此，近年来股东协议在公司资本运作中也成为一种重要的控制权配置手段。

我国《公司法》中并不认可股东协议，股东协议只能依据《合同法》及《民法通则》进行约定。因此，股东协议约定的内容不能违反现行法律法规，否则只能按照无效处理。股东协议只有在不违反现行法律法规的前提下进行约定，才可能成为保护中小股东权利的武器。

### 4.3.3 公司章程和股东协议的关系

公司章程和股东协议的共同点都是公司和股东实现自治的手段，对股东利益的分配和权利行使有不同程度的影响。但是需要注意的是，股东协议的效力不如公司章程。公司章程对公司的所有股东、董事、监事和经理人都具有约束作用，但是股东协议只约束协议当事人。

而且在公司章程和股东协议发生冲突的时候，一般以作为“宪法”的公司章程的约定为准。具体来说，主要是看股东协议的内容到底是与公司章程中的强制记载事项、相对记载事项和任意记载事项中的哪一项相冲突。

如果股东协议的内容与公司章程中的强制记载事项相冲突，那么股东协议约定的内容无效。因为强制记载事项是公司法规定公司章程必须记载的事项，

如股东协议的内容与之冲突，说明股东协议的内容违反了法律规定，那么肯定是无效的约定了。

但是如果股东协议的内容只是与公司章程的相对记载事项或任意记载事项相冲突，则要根据不同情况来处理。若股东协议的约定既与公司章程的相对记载事项或任意记载事项相冲突，而且也违反了法律法规，那么股东协议的约定是无效的。

如果股东协议的约定虽然违反了公司章程的推荐记载事项或任意记载事项，但没有违反法律法规，这个时候就不能说股东协议无效，当然也不能根据股东协议要求对章程的变更。处理办法应该为：股东协议对于签约的股东有约束作用，但不能约束公司及公司的其他股东、董事、监事和经理人。

从上述分析可知，在我国，公司章程的效力是高于股东协议的，而且使用范围更广。因此，与其花时间和精力去签署股东协议，还不如将同样的时间和精力花在公司章程的制定上面，效果会更好。

## 4.4 章定权利的主要内容

我在给 EMBA 和 EDP 班上课的时候，经常会对同学调侃：“听我课的同学，如果你是大股东，回去后公司章程改不改无所谓，因为你作为大股东具有天然的控制权优势。而且最好我下次讲课的时候，千万别让你的小股东来听课，否则回去他缠着你要修改公司章程。但是如果听我课的是小股东，建议各位反思一下自己的企业要不要改章程，如果需要改趁着企业还活着赶紧改。我们现在太多企业的公司章程都是工商局提供的标准范本，在那个章程里面当你处于弱势时候股东权利怎么维护是没有规定的。作为一个小股东，大股东找你一起做一家企业，有可能是看中你的资源、技术或者是资金，当

你没有把钱投进企业之前，这个时候你拥有唯一一次平等的机会和大股东喝茶。当你把钱投进企业，成为小股东，你和大股东之间的关系将永远不平等，他永远是大的，你永远是小。因此，这个时候一定要把未来公司可能会出问题的地方想清楚，在公司章程中进行约定。”

课间和课后经常就有同学问我：“马老师，我是小股东，听了您的课后确实觉得公司章程很重要。我们公司的章程就是工商局提供的范本，确实应该改一改。但是，您能不能教教我们怎么改？”

制定公司章程，不是把未来每个细节都想得清楚，重要的是一定要想办法在章程里约定一个条款，即当某一个意外情况出现的时候，如何把大股东拉到谈判桌上老老实实谈这个事。

那么，哪些内容是公司章程中应该约定的呢？在上一节中列举了《公司法》中关于强制记载事项、相对记载事项和任意记载事项的内容，在公司章程制定中，最主要的是围绕着保护股东的知情权、提案权、表决权和投资收益权，根据公司自身的个性，对记载事项的内容进行约定。下面以有限责任公司为例，将制定公司章程时需要重点约定的内容进行描述。

#### 4.4.1 知情权在公司章程中的约定

股东权利中最基本、最重要的是知情权制度的确立。任何一个股东，哪怕是只拥有 1% 股份的股东都必须拥有查阅公司章程、股东会议记录、会计报告或会计账簿的权力。只有保障股东的知情权，股东才可能拥有做出决策所需要的信息，才能更好地行使其他股东权利。

股东的知情权并不只是简单的查阅权，而应该包括请求权、质询权和公司经营状况调查权。这三种权利构成了股东知情权的权利体系，其中，查阅权是知情权的前提和核心，知情权能否有效行使，取决于查阅权能否充分行使。

公司经营状况调查请求权、质询权是查阅权实现的保障和后盾，保证股东深入了解公司的业务和财产状况。

实事求是地讲，新《公司法》确实赋予了股东较为完善的知情权。但是，如果我们不在公司章程中对一些细则进行约定，就会发现出问题的时候根本保护不了自己的知情权。比如，对于有限责任公司的小股东来说，知情权中最重要的就是查账的权利。但是，如果在一家有限责任公司中，小股东怀疑大股东在做账上有问题。那么，根据《公司法》的规定，这个小股东有权要求查账。一般来说，现在的小股东基本上都能看懂财务报表，但是能看出问题吗？这个答案是显而易见的，99.99%的小股东是不可能查出问题，怎么办？那只有找专业的会计师事务所来查账，聘请专业的会计师是要付费的，而且不便宜。那由谁付费呢？法律对此并无规定，大股东是不可能答应付费的，那么只能谁请谁付费，小股东每年分红的钱能否请得起会计师就成为一个很大的问题。在这种情况下，虽然法律赋予了小股东查账的权利，但是由于费用的问题却无法行使，这又该如何解决呢？

对于有限责任公司的小股东来说，最好的办法是在公司章程中约定：财务管理由大股东控制，小股东负责财务审计。有了这样一个约定，那么负责聘请查账的会计师事务所就不再是小股东的个人行为，而成为了公司行为，费用当然是由公司支出。这样的话就能确保小股东的知情权。

#### 4.4.2 提案权在公司章程中的约定

股东提案权是指股东可以向股东大会提出议题或议案的权利。提案权设立的初衷是为了预防一股一票制度的滥用，弥补小股东的弱势地位，更好地保护小股东权利。在这种制度下，符合一定资格的股东有权提出符合形式要求的提案。该制度的实质意义在于促进大股东、董事、监事和经理人与小股东

沟通，保证小股东的正当要求能被倾听，进而影响公司经营决策，在一定程度上迫使公司“公开”与“透明”。

可见，提案权也是小股东制衡大股东的一种重要手段。赋予小股东提案权，可以让他们有机会在股东大会上发表意见或者提出议案，参与公司业务的经营决策，协调与大股东、董事、监事、经理人和小股东之间的利益关系，并在一定程度上避免大股东、董事、监事或者经理人控制股东大会，从而达到保护小股东利益的目的。

我国新《公司法》第 103 条第 2 款仅规定了股份有限公司的股东提案权制度，但是对于有限责任公司的股东提案权并没有具体约定。那么对于有限责任公司的小股东来说，是否需要在章程中约定提案权呢？答案肯定是要的，因为如果小股东没有提案权，那么股东会的议程就会完全被大股东操纵，而小股东关心的事项将永远得不到讨论。因此，如果有限责任公司的小股东想用这条制度，一定要在公司章程中约定。

具体约定时，可以参照《公司法》对股份有限公司股东提案权的规定。比如约定“单独或者合计持有公司百分之三<sup>①</sup>以上股份的股东，可以在股东会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会或执行董事”。

而且还可以在公司章程中约定股东提案程序的具体步骤：第一，符合公司章程约定条件的股东在股东会召开 10 日前以书面的形式提出议案，并按规定提交或送达董事会或执行董事。第二，为了让股东能全面掌握提案的具体内容，董事会在收到提案后 2 日内将提案用书面形式送达其余各股东。第三，如果董事会拒绝将符合条件的临时议案提交股东会审议，提案股东可以向人民法院起诉请求宣告股东会决议无效。

---

① 《公司法》对股份有限公司提案权制度行使的持股条件是 3%，在有限责任公司中，是 3% 还是 5%、10%……，取决于在公司章程制定过程中股东之间的协商。

有了上述的约定，就可以确保有限责任公司的小股东在股东会上发出自己的声音了，就可以避免在股东会上总是被大股东牵着鼻子走的局面了。

#### 4.4.3 表决权在公司章程中的约定

小股东是否能够真正参与公司重大事项的决策，关键在于表决权体系的设计。在股东会或股东大会上，股东直接投票决定公司的大事。如何在确保大股东权利的基础上，让小股东对其具有制衡的权力是公司表决权体系建设的关键。一个高效并且公平的表决权体系具有这样的特征：以一股一票制度为基础，使用累积投票制度，并且采用代理投票制度和表决权排除制度。新《公司法》对于这几种投票制度都有所规定，但是还是要根据公司的自身特点在章程中对一些重点事项进行约定，方可切实地保护小股东权利。

##### （1）一股一票制度

我在上课的时候会问同学：“咱们一块做一家公司，总股本为 100 股，大股东就我一个人，持有 51 股；你们全班同学有 40 个人，持有 49 股。有一天开股东会针对是否分红做决策，我不同意分红，你们都要求分红，听谁的？”每次同学们都异口同声地回答：“当然听你的！”

同学的回答无疑是正确的，在股东会上并不按人数多少来进行表决，而是按照股份多少来进行决策。这就是所谓的一股一票制度和资本多数决原则。

一股一票的投票制度是股东平等原则的具体体现，而股东平等原则是股东权利保护中的一项基本原则，贯穿于公司法的整个领域，同时也是公司治理的一个基本出发点。

股东平等主要表现在股份平等，股份平等原则有两层含义：第一层含义强调的是股份平等的基础即各股份内容是相同的，也就是在法定的股份种类内，依公司章程发行的每一种类的股份内容都是相同的，股东因拥有该股份而享

有的权力和利益与其承担的风险是一致的。这是比较容易理解的，在我国，由于大家的股份都是普通股，大股东占 99% 的股份，小股东只占 1% 的股份，但是小股东和大股东一样拥有对企业的知情权、提案权、决策权、投资收益权和诉讼权等股东权利。那么，这个时候是否采用一人一票的投票制度呢？一人一票制度虽然强调了股份内容的平等，但是却导致了股份比例的不平等，对小股东有利，但是对大股东却不公平。因为大股东对公司的投入资本较多，对公司的经营状况承担的风险也较大，在公司经营亏损时，大股东就会遭受更多的财产损失。

因此，股份平等第二层含义强调的是股份平等的关键即比例平等，持有相同内容、相同数量的股份之股东在基于股东地位而产生的法律关系中的地位是平等的，当然，拥有的股份越多，享有的权利也就越大。这就是股东会和股东大会采用一股一票投票制度的原因所在，体现的是对资本的尊重。按照一股一票制度，股东会和股东大会在决议时必然要采用资本多数决的表决原则。

资本多数决就是在股东会和股东大会上，按照一股一票，少数服从多数的原则。股东会和股东大会的决议要有效，必须符合两方面的要求：一方面，要求占已发行股份多数的股东参会；另一方面，需要出席会议的股份表决权的多数同意，即同意的表决权总数占出席股东会或股东大会表决权总数的多数。

这里的“多数”有简单多数和绝对多数之分，与之相对应的是股东会或股东大会做出普通决议和特别决议。普通决议通常指除法律专门列举规定的特别决议以外的所有其他决议，比如本年度的利润是否分配、如何分配等问题。股东会或股东大会做出简单决议时，如公司章程无特殊规定，一般采用简单多数通过的原则。简单多数指的是在股东会或股东大会做出普通决议时，应有代表股份总数 1/2 以上的股东出席，并由出席会议的持 1/2 以上表决权的股

东同意方可通过。

特别决议适用于法律所专门规定或列举的特别事项，比如是否解散公司、是否同意并购一家公司等。股东会或股东大会做出特别决议时，要采用绝对多数通过的原则。绝对多数指的是在股东会或股东大会做出特别决议时，应有代表股份总数  $2/3$  以上的股东出席，并由出席会议的持  $2/3$  以上表决权的股东同意方可通过。

一股一票制度和资本多数决的原则，确实体现了对资本的尊重，但是实际上对大股东有利，而不利于对小股东的保护。在这种制度下，大股东在股东会或股东大会上占有绝对的表决权优势，因而掌握着公司的控制权，股东会或股东大会往往成为大股东索求利益的工具，小股东的利益诉求和其他要求难以得到体现。因此从这个意义上讲，《公司法》上规定的种种权利对于中小股东来讲都无异于一张空头支票。尤其是在上市公司中，股民们持有的股票占公司的股份比例很小，就没有参加股东大会的积极性，因为在股东大会上自己的声音太“小”，说了也不算数。如果对大股东有意见，就采用“用脚投票”，卖了股票走人，使股东大会流于形式，难以发挥真正的作用。

因此，这就造成了“股东平等原则”的悖论：实施一股一票制度和资本多数决的原则的目的是为了实现股东平等，但是最后的结果是形式平等而事实不平等，反而加深了大股东与小股东之间的矛盾。

解决这一悖论的逻辑思路是，在坚持使用一股一票制度和资本多数决的情况下，同时采用累积投票制度、代理投票制度和表决权排除制度，对一股一票制度和资本多数决的滥用进行限制，以尽可能地实现真正意义的股东平等。

## （2）累积投票制度

累积投票制度起源于美国，许多国家和地区纷纷借鉴其做法。我国 2006 年的新《公司法》也引进了这条制度。累积投票制度的适用范围是有限制的，只用于股东会或股东大会选举董事会、监事会。

累积投票制度与直接投票制度是相对的两个投票方式。直接投票制度是股东大会选举董事、监事的传统方式，采用的是一股一票制度和资本多数决原则。在选举董事或监事时，直接投票制度规定每一股份拥有一张选票，每一张选票可以同时投给多名自己要选的候选人，即股东的表决权可以重复使用。而累积投票制度，是指在股东大会选举的董事、监事人为两名以上时，股东所持每一股份拥有的投票权与所选举的董事、监事人数相等，股东既可以把所有投票权集中起来选举一人，也可以分散选举数人。

举例说明，某股份有限公司总股本为 100 股，其中 A 股东持有 51 股，B、C、D 股东持有 49 股，现要从 3 名候选人甲、乙、丙三人中选两名董事，其中甲和乙是大股东 A 的人，丙是小股东 B、C、D 的代表。如果采用直接投票制度，A 股东可以对每一位其中意的候选人投出 51 票，而 B 股东只能对每一位中意的候选人投出 49 票。结果是，A 股东的代言人甲和乙都将得到 51 票，而 B、C、D 股东的代表丙最多得到 49 票。最后，甲和乙进董事会，而丙将无缘董事会。在这种制度下，只有大股东的股份比例超过 1/2，那么小股东的代表股本进入不了董事会，由大股东完全操纵董事会，董事会中没有人替小股东说话，小股东的权利将得不到保障。

累积投票制度的应用有助于改善小股东的处境。在上例的董事选举中，根据累积投票制度的方法，A 股东的表决权数为 102 票，B 股东为 98 票。累积投票不是分别就某个候选人进行投票，而是所有候选人放在一起进行选举，每张票只能选一个人。B、C、D 股东会将手里的 98 票全部投给丙，那么丙肯定进董事会。因为 A 股东的总票数是 102 票，无论怎么投，都不可能使甲和乙的票数都超过 98 票，因此，甲和乙只能有一个人进董事会。在这种制度下，A 股东想完全操纵董事会的企图就不可能实现，小股东的代表进入了董事会，局部改善了小股东的不利处境。

从此可知，累积投票制度的基本假设是：由于采用一股一票制度和资本多

数决原则，董事会和监事会容易被大股东把控，大股东为了追求自己的私利而通过董事会和监事会对股东进行压迫、排挤和欺诈。在这种情况下，就需要小股东的代表有机会出席董事会，在公司的决议中发出声音，从而维护中小股东的权利，实现实质意义上的股权平等。累积投票制度在一定程度上纠正了“一股一票”和资本多数决原则的缺陷，在不违背“一股一票”的资本多数决原则的基础上，既防止了大股东表决权的重复使用，又赋予了中小股东更强的表决权，使权力得到制衡。

累积投票的规则是，每个股东获得的投票数为其所持股份票数乘以股东大会所要选出的董事人数。股东可以根据下列公式计算出选出一定数量代表自己的董事所需持有的最低股份数：

最低股份数 = ( 股份总数 + 股东希望获得的董事席位数 + 1 ) ÷ ( 要选出的董事人数 + 1 )

上例中，B、C、D 股东如只需一个董事席位，最低合计持股比例要求为 34%。

法律中规定的制度分为强制性制度和许可性制度。强制性制度就是由法律明确规定必须使用的制度；许可性制度就是法律未明确规定必须适用，使用与否由公司通过章程自行决定的制度。累积投票制度在我国是强制性和许可性相结合。

我国新《公司法》第 106 条规定了在股份有限公司的选举中采用许可性累积投票制度，这一举措提升了累积投票制度在我国的法律地位。对于上市公司而言，根据《上市公司治理准则》第 31 条规定，控股股东控股比例在 30% 以上的上市公司，在董事和监事的选举中采用强制性累积投票制度。根据《证券公司治理准则（试行）》第 17 条规定，证券公司股东单独或与关联方合并持有公司 50% 以上股权的，董事（包括独立董事）、监事的选举应采用强制性累积投票制度。

累积投票对于任何公司的小股东都是非常重要的一条加强投票表决权的制度，除了上述法律法规所规定的必须使用该制度的情况之外，如果想用该怎么办？比如在有限责任公司和非上市的股份有限公司中，小股东希望在董事和监事的选举中使用累积投票制度，那么就必须在公司章程中进行约定，否则只能用一股一票制度。

### （3）代理投票制度

代理投票制度是指不能出席股东大会进行投票的股东，可以委托代理人出席股东大会，由代理人向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。

代理投票制度是针对上市公司的小股东专门设计的一条制度。在上市公司中，小股东由于股份少，在股东会上自己的意见难以得到有效的支持，而且又散居全国乃至全球各地，参加股东大会将付出巨额的交通、食宿费用等物质成本和较多的时间成本。因此很多小股东就放弃了参加股东大会。但实际上，如果将所有小股东的投票权集中在一起行使，这将是一股不容忽视的力量。代理投票制度正是在这样的逻辑背景下设计出来的。

通过代理投票制度，可以将小股东的投票权集中起来，从而有效地影响公司决策，对大股东、董事会、监事会和经理人进行制约。当有一个股东不满意公司的经营状况，就可以通过代理投票制度来争取公司的控制权。他可以在股东大会前通过报纸、网络等媒体向公司的其他股东来征集“代理投票”委托书，他只要有能力收集足够多的委托投票权，就可以在股东大会上拥有相应的话语权，从而对公司进行控制和监督。而对于那些亲自参加股东大会进行投票并不划算的股东，代理投票制度就使他们有了通过合适的代理人替自己表达意见的机会或渠道。

代理投票制度隐含了一个重要的假设，那就是股权分散。在美国资本市场上这是争夺公司控制权，对无效率或不尽职的经理或董事会成员进行约束

和威胁的重要机制。因为，美国的上市公司，第一大股东的持股比例往往为5%~10%，这时候任何一个股东只要征集到超过第一大股东的投票权，就会取得公司的相对控制权，便可以按照自己的愿意改组董事会、经理层。美国通用汽车的创始人杜兰特在1915年就是被小股东通过委托投票权赶下台的。

在我国的上市公司中，第一大股东往往持股比例较高，小股东想要通过代理投票制度争取到公司控制权是非常困难的，基本上是实现不了的。但是并不是说在存在大股东的情况下代理投票制度就没用了，只是玩法改变了而已。在公司中几个大股东争夺控制权的时候，最后要争取的恰恰是小股东手里的投票权。尤其是在双方投票权比较接近的时候，小股东手里看上去为数不多的投票权能成为左右胜负的关键力量。2010年在轰轰烈烈的国美控制权争夺战中，最后左右胜利天平的恰好是小股东。

#### 【案例4.1】国美控制权争夺战<sup>①</sup>

2010年国美控制权争夺战的标志是9月28日股东大会上黄光裕家族PK陈晓与贝恩阵营。投票权登记截止日，黄光裕家族持股33.98%；国美第二大股东贝恩持股9.98%；加上永乐原有员工的持股，陈晓阵营持股为5.12%。陈晓阵营与贝恩的联盟持有15.1%的股份。其他持有52.43%的投资者中有200多家机构投资者，其余的都是散户。

为了争取最终的胜利，黄光裕家族、陈晓和贝恩联盟分别忙着拜访机构投资者，争取机构投资者手里的投票权。当机构投资者纷纷表态之后，在2010年9月28日之前的一段时间，黄光裕家族、陈晓和贝恩联盟开始进行路演，发表公开信拉票。路演的目的实际上就是为了争取小股东（小机构和散户）

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）洪文锋. 国美争夺战：黄光裕率先投票罢免陈晓. 新快报，2010-09-25.（2）TechWeb. 国美争夺战揭晓：黄光裕输了！5项提议4项未过. <http://www.techweb.com.cn/news/2010-09-28/690046.shtml>.

手里的投票权。而最后左右投票结果的恰恰是这些小股东手里的投票权。

最后的投票结果是管理层的 3 项提议获得通过，而大股东黄光裕家族的 5 项提议中通过了 1 项，而被否决了 4 项。

重选竺稼为非执行董事，赞成 94.76%，反对 5.24%，获得通过；

重选 Ian Andrew Reynolds 为非执行董事，赞成 54.65%，反对 45.35%，获得通过；

重选王励弘为非执行董事，赞成 54.66%，反对 45.34%，获得通过；

即时撤销本公司于 2010 年 5 月 11 日召开的股东周年大会上通过的配发、发行及买卖本公司股份之一般授权，赞成 54.62%，反对 45.34%，获得通过；

即时撤销陈晓作为本公司执行董事兼董事会主席之职务，赞成 48.11%，反对 51.89%，被否决；

即时撤销孙一丁作为本公司执行董事职务，赞成 48.12%，反对 51.88%，被否决；

即时委任邹晓春作为本公司的执行董事，赞成 48.13%，反对 51.87%，被否决；

即时委任黄燕虹作为本公司的执行董事，赞成 48.17%，反对 51.83%，被否决。

以上的 8 个提案，前 3 个是管理层的提案，后 5 个是大股东的提案。这个结果刚出来的时候，很多媒体都认为大股东黄光裕家族输了，陈晓赢了。其实这个结果对于黄陈双方谈不上谁输谁赢，因为在这次股东会上虽然否决了大股东的 4 项提议，但是大股东 1 项关键提议获得通过，这就是撤销了股东大会对董事会配发、发行及买卖本公司股份的一般授权。这防止了陈晓进一步稀释摊薄大股东的股份，为未来的控制权争夺开了一个好头。

另外，在这次投票中还有两点比较有意思。首先就是竺稼以 94.76% 当选了非执行董事，说明黄光裕家族对竺稼也投了赞成票。这可以看作大股东黄

光裕家族向二股东贝恩的示好，国美后续事态的发展也证明了这点。2011年3月9日陈晓从国美的出局恰好是大股东和二股东联手的结果。

第二个有意思的是从投票结果来看，黄光裕家族最后争取到的投票权在45%左右，而陈晓与贝恩联盟争取到投票权也在45%左右，而剩下10%左右的投票权在一些提案上支持了黄光裕家族，在一些提案上支持了陈晓与本恩联盟。这10%的投票权应该是一些小股东持有（小机构及大散户），他们的理性选择导致了最终结果的出现。可以说，这个结果对于公司利益和小股东利益都是有利的，因为它代表了稳定。这个结果可以使大股东、经理人和二股东都达到了自己最基本的诉求，不至于激化矛盾，让双方理性地回到谈判桌前按照商业规则继续进行控制权争夺的游戏。

在这次控制权争夺战中，黄光裕家族、陈晓、贝恩以及小股东代表除了自身参加股东大会行使投票权之外，还通过代理投票制度获得了一些没有参加股东大会的股东的投票权。可见，代理投票制度日益成为上市公司控制权争夺的一个重要手段。

代理投票权还可以用于在股权融资过程中防止公司创始人控制权的旁落。这一点上做得比较成功的是京东商城。2011年，京东进行巨额融资后，而公司创始人刘强东却没有失去控制权，其中用的就是代理投票权的制度安排。

#### 【案例4.2】刘强东不失公司控制权的秘密<sup>①</sup>

2011年3月，京东商城宣布完成C轮融资，融资金额为15亿美元，其中11亿美元已经到账，4亿美元将随后到账。C轮融资由DST、老虎等共6家基金和一些社会知名人士投资，其中DST为该轮融资投资最多的基金，即投

---

<sup>①</sup> 资料来源：猎云网·刘强东不失控制权的秘密 <http://www.techweb.com.cn>。

入了5亿美元。

这是中国互联网市场迄今为止单笔金额最大的一笔融资，将为京东商城2013年启动的上市计划铺平道路。不过，也有人担心过度融资会令创始人刘强东失去公司的控制权，沦为一个为投资人打工的职业经理人。

对于业界担心京东商城巨额融资会导致刘强东失去公司控制权一事，他通过微博做出回应：“很多朋友和媒体都关心京东的控制权问题，大家放心！我对京东拥有绝对的控制权，投资人超过8家，都是经过精挑细选的，每家股份都不多。关键这些投资人历史上从未有过控制权之争行为！我拥有董事会一半以上席位，且没有我的同意，董事会结构无法更改！”

那么在经历巨额融资以后，刘强东是如何把控京东的控制权？一位接近京东的投资界人士透露，刘强东通过股权激励和代理投票权相结合的制度安排，拥有京东一半以上的投票权。

具体做法是，京东在股权融资的同时，向员工配发了大量股票。配发股票的同时，员工要签署一份股东股票权代理协议，协议的主要内容就是员工股东的投票权、代理权委托给京东商城首席执行官刘强东。这样刘强东即便本人并不拥有一半以上的股权，但通过这种代理的方式照样可以把控京东商城。

京东是一家非上市公司，刘强东是否真的按照案例中所说在股权激励的同时进行了代理投票权的安排，属于京东的商业秘密，不容易考证。案例的资料来源于猎云网，据说是与京东关系非常密切的投行人士披露的。我们假设这是事实，那么刘强东将股权激励与代理投票权相结合来保证自己的控制权不旁落的做法绝对是我国公司在股权融资中经典的案例，不失为应用代理投票权的一种新思路。

新《公司法》为股份有限公司规定了代理投票，第107条规定“股东可以

委托代理人出席股东大会会议，代理人应当向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权”。《公司法》只是为股份有限公司规定了可以使用代理投票制度，而对于有限责任公司并没有规定。如果有限责任公司想使用这条制度，就必须在公司章程中约定，否则就不能使用。

那么，有限责任公司是否要使用这条制度呢？这要视情况而定，因为每种制度的使用都是有成本的，用不用主要看使用该制度是否成本最小收益最大。有限责任公司的股东基本上都在一个地方，而且人数不超过 50 人，所以不像上市公司那样存在小股东不参会的情况，因此代理投票制度的前提条件在有限责任公司并不存在。当然，如果是涉及控制权争夺，那就是另外一回事，可以考虑使用投票代理制度。

#### （4）表决权排除制度

表决权排除就是指在股东大会进行决议时，有些股东不能参与表决。哪些股东的表决权需要排除呢？当股东大会表决的事项与某股东有特别利害关系、造成公司和其他股东利益受损的情况下，该股东或其代理人就不能行使表决权，也不能代理其他股东行使表决权。

如在一家上市公司中，大股东持有 40% 的股份，在股东大会上要对公司收购 A 公司的事项进行表决，而 A 公司是大股东控制的一家非上市公司，那么大股东 40% 的股份就不能参与表决，需要回避。收购事宜是否可行，由另外持股 60% 的股东按资本多数决的原则进行表决。

股东表决权排除制度实际上主要是针对上市公司中大股东采用关联交易和违法违规的抵押、担保等手段损害小股东权益的情况，而加强对小股东权利的保护。对于小股东权利保护来说，这是一条非常重要的事前预防大股东“黑”自己的制度。

新《公司法》第 16 条规定了公司为股东提供担保时，被担保股东的表决权排除：“公司向其他企业投资或者为他人提供担保，按照公司章程的规定由

董事会或者股东会、股东大会决议；公司章程对投资或者担保的总额及单项投资或者担保的数额有限额规定的，不得超过规定的限额。公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议。前款规定的股东或者受前款规定的实际控制人支配的股东，不得参加前款规定事项的表决，该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过。”

针对我国上市公司大股东通过“不分红 + 关联交易”侵害小股东利益日益猖獗的情况，证监会将上市公司关联交易事项纳入了被排除事项的范围。2006 年修订的《上市公司章程指引》第 79 条规定：“股东大会审议有关关联交易事项时，关联股东不应当参与投票表决，其所代表的有表决权的股份数不计入有效表决总数；股东大会决议的公告应当充分披露非关联股东的表决情况。”第 31 条规定：“股东与股东大会拟审议事项有关联关系时，应当排除表决，其所持有表决权的股份不计入出席股东会有表决权的股份总数。上市公司持有自己的股份没有表决权，且该部分股份不计入出席股东会有表决权的股份总数。”

需要注意的是，对于非上市的股份有限公司和有限责任公司，《公司法》仅把公司为公司股东或实际控制人提供担保的事项纳入被排除事项范围，而产品关联交易和劳务关联交易并不属于被排除现象。而在现实中，产品关联交易和劳务关联交易成为了非上市公司的大股东黑小股东的常用手段。要解决该问题，建议在非上市公司的章程中，将排除的范围从《公司法》规定的资产关联交易扩展到所有的关联交易。

在章程中约定的内容，除了参考《上市公司章程指引》的第 31 条和第 79 条对关联股东的表决权进行排除之外，还可以对隐瞒关联交易事实侵害其他股东的行为进行赔偿约定。比如，这样约定：“在股东会或股东大会对公司对外担保或关联交易进行表决之前，关联股东必须如实向股东会或股东大会陈述关联交易。如关联股东隐瞒关联关系，并误导非关联股东做出的决策，事

后证明对非关联股东的权利和利益造成损害的，关联股东必须进行赔偿。”如果有了这样的约定，就可以切实地保护小股东的权利。

#### 4.4.4 投资收益权在公司章程中的约定

任何一个股东投资一家企业，无非是为了获得公司未来的利润分红和资本增值部分，各国的《公司法》也规定了股东的这种投资收益权是天经地义的。但是在现实中，上市公司和非上市公司一些大股东经常在企业赚了钱之后不分红，而是找借口要扩大企业再发展。实际上，公司的利润只有一小部分用于企业的再发展，大部分都被他们通过关联交易、违法违规的抵押担保等手段转移到了自己的手中。

投资收益权是小股东最根本的一个权利，如果这个权利得不到保护，小股东很有可能就会血本无归。因此，一定要在公司章程中对投资收益权进行约定。

最积极的约定是在公司章程中规定强制性分红政策，比如约定每年至少将净利润的30%的用于分红。如果有股东提议不分红，将利润用于企业的再发展基金，那么除非所有股东同意，否则必须分红。

或者约定特定情况下的股票回购请求权，以保留小股东退出机制。比如，公司章程中可以约定，如果大股东连续两年不同意分红，而小股东坚持要求分红，那么就要求公司回购小股东的股份。而且最好约定回购的期限，比如自小股东提出申请之日的6个月之内。如果大股东在公司章程约定的时间内没有购买小股东的股份，这时候小股东到法院申请解散公司就会得到支持。

另外一个需要约定的内容是股份回购价格的确定。关于股份回购价格，是股东投资收益权保护中非常重要的问题。在股东与公司协商股份收买价格时，应考虑到对所有股东都要公平。对于非上市公司，由于股份价格确定是一个

非常专业的工作，建议公司章程约定由大小股东双方共同邀请符合资格而且不具有利益冲突的会计师事务所进行资产评估。而且最好细化聘请会计师事务所的流程、方法和付费办法等事项。

以上只是列举了公司章程对股东投资收益权进行约定的主要方面，由于这个权利对于小股东来说是非常重要的，因此约定内容越详细越好。

## 4.5 小股东能否告赢大股东

当小股东的权利被大股东侵害之后，多次通过沟通协商未果，小股东就可以到法院去告他，这就是《公司法》赋予小股东的诉讼权。诉讼权是小股东防止被大股东“黑”的最后一道防线，这是一个非常重要的权利。

从各国公司法的规定来看，一共设置了三类制度来保护小股东的权利。第一类制度是事前的预防措施，主要目的是防患于未然。这类制度包括累积投票制、表决权排除制度、代理投票制度等。第二类制度是事中的监督措施，主要目的是制约大股东的控制权。这类制度包括小股东的临时提案制度、允许查阅复制公司财务会计账簿的制度、少数股东可以召集股东大会的制度等。第三类制度是事后的救济措施，这是小股东权利保护的最后一道法律防线。这类制度包括股东大会决议瑕疵的诉讼提起制度、派生诉讼制度、直接诉讼制度、请求法院解散公司制度、转让股权的制度、异议股东请求公司回购其股份的制度等。

新《公司法》对这三类制度进行了细化和完善，貌似能够很好地保护小股东的权利了。但是，当事前预防和事中监督措施都无法保护股东（尤其是小股东）的权利时，那么作为最后一道防线的事后救济措施能够起作用吗？小股东能够告赢大股东吗？从立法的角度看，我国《公司法》已经建立了完善

的事后救济制度体系，尤其是引进了股东派生诉讼制度。但是，从英美的司法实践来看，对小股东维权比较重要的有三个制度，即举证倒置制度、集体诉讼制度和股东派生诉讼制度，我们只有股东派生诉讼制度，尚缺乏对举证倒置制度和集体诉讼制度的推广应用，因此在我国，小股东很难告赢大股东。

#### 4.5.1 集体诉讼制度

当一个股东在自己所享有的权力和利益遭到损害时，为了保护自己的权利和利益而对公司单独或对公司、大股东、董事和经理人共同提起诉讼，这就是所谓的直接诉讼制度。

新《公司法》第123条规定了股东直接诉讼制度：“董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定，损害股东利益的，股东可以向人民法院提起诉讼。”

直接诉讼的方式分为单独诉讼、共同诉讼和集体诉讼三种方式。比如在一家上市公司中，小股东有几万名，都由于公司披露虚假信息而导致自己利益受损。这时候小股东有三种方式向法院提起诉讼。第一种是每一个小股东都代表自己对公司的董事会或者经理人提起诉讼，要求赔偿。官司打赢了，这个小股东将获得赔偿。这就是单独诉讼制度。

单独诉讼制度有三个问题：一是由于诉讼成本过高，大多数小股东会放弃诉讼。由于大多数小股东持有的股份较少，最后获得的赔偿也不多，赔偿有可能还不足以支付律师费、诉讼费、差旅费等，这里面还没有计算小股东的时间成本和精力成本。在这种情况下小股东就会选择放弃诉讼。二是浪费法院资源。如果几万名股东都到法院诉讼的话，法院对同样的案子要审几万次，没有几年的时间是审不完的。如果几个上市公司的小股东同时提起单独诉讼，那法院就不用干别的事了。三是可能在受害的股东间造成新的不公平。单独

诉讼的赔偿原则是谁告赢了就赔谁，由于公司和大股东的资产是有限的，一般不足以赔偿所有股东的所有损失。那么只能按照先来先得的原则，对起诉得早的股东进行赔偿，当公司和大股东的资产赔完之后，起诉晚的股东的利益就没有办法得到保证。

解决单独诉讼问题的一个办法是采用共同诉讼。共同诉讼就是受害的股东联合起来，共同提起诉讼，最极端的是几万名受害的股东联合起来提起共同诉讼。官司打赢了，参与共同诉讼的股东获得赔偿。共同诉讼这种方式缺乏可操作性，在实际应用过程中依然存在问题。第一个问题是协调组织成本过大。共同诉讼最理想的结果是将几万个受害的股东联合起来，如果只联合其中的一小部分受害股东则意义不大，但律师要将几万个人组织起来的成本太高。第二个问题是参加共同诉讼的成员必须亲自直接参诉，需要出庭或提供证词，无法节约时间成本。第三个问题是共同参诉者要对自己的律师费用和其他费用支付，无法节省直接费用。第四个问题是难以协调不同股东的诉讼主张和诉讼请求，而且在诉讼的不同阶段，股东的想法和要求差别都很大，所以共同诉讼的操作性相当差。这就使得股东直接诉讼制度陷入了困境。

打破这一困境的是集体诉讼制度。集体诉讼制度起源于英国，在美国得到最大程度的应用。自 20 世纪 60 年代以来，集体诉讼在美国的应用主要是针对消费品民事责任类案件。20 世纪 80 年代之后，美国的集体诉讼制度开始应用在证券类民事案件中。集体诉讼制度对于遏制强势集体欺负弱势集体发挥着重要的作用，成为公司治理中小股东防止被大股东黑的有效制度。

集体诉讼就是指由一到两位原告作为“首席原告”代表众多受害股东提起诉讼，首席原告和被代表的股东在诉由上必须相同，在利益上必须一致。任何不愿参诉的受害股东不愿参诉，必须亲自提出申请，否则就算自动参诉。官司如果打赢了，那么公司将向首席原告代表的所有受害股东进行赔偿，这就是所谓的“只要一人胜诉，利益即归于全体股东”。首席原告参与整个诉讼

过程，包括与律师交涉、搜集证据、参与庭审等，当达成和解或得到法院判决后，该结果将适用于其所代表的全体股东。例如，一旦赔偿额被确定，各间接参诉的股东将会按一定比例得到一份赔偿，而这些股东将不再以同样的事由对被告方提起诉讼。

美国的律师非常喜欢打集体诉讼官司，因为集体诉讼的律师费用非常高。集体诉讼的律师费是按照“胜诉酬金”即“诉讼风险费”的方式支付，也就是“胜诉才收律师费”，前期的费用由律师自行垫支，不用受害股东出钱。后期打赢官司则得到官司赔偿额的20%~30%（一般在证券类民事案件中为30%）的报酬。也就是说，律师打赢一场上市公司的集体诉讼官司，就会获得几十万甚至上百万、上千万美元的胜诉酬金。在美国，这种巨额的诉讼风险收费制度必然激励着律师积极地启动集体诉讼，将官司进行到底。

集体诉讼制度对于公司和公司实际控制人的威胁是致命的，官司打输了就有可能赔得倾家荡产。任何一家公司的大股东、董事会成员和经理人都不敢漠视集体诉讼。

### 【案例 4.3】乔布斯为什么道歉<sup>①</sup>

2010 年苹果公司经典的产品 iPhone4 发布之后，我国的果粉进一步增加。但是用过 iPhone4 的人都有这样的体会，iPhone4 的信号确实有问题。在信号比较弱的地方，周围使用其他品牌手机的人都能打电话，但 iPhone4 却没有一点信号。这就是“著名”的 iPhone4 信号门事件。

刚刚上市三周的 iPhone4 虽然创下不错的销售纪录，但有用户反映该款手机因天线设计出现信号减弱的问题，权威杂志《消费者报告》更是直指该款

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）杨博．苹果“天线门”吞噬 9 200 万部 iPhone4．中国证券报，2010-07-20．  
（2）高虹编．苹果因 iPhone 4 天线信号问题面临三宗诉讼．<http://cn.reuters.com/article/wtNews/idCNCHINA-2577820100702>．

手机存在硬件问题，不推荐消费者购买。

2010年7月16日，苹果在其加州总部举行了iPhone4新闻发布会，乔布斯在会上承认，当用户以某种方式握持iPhone4时，iPhone4确实会出现信号丢失问题。乔布斯在新闻发布会上向受到信号门影响的用户表示歉意，同时表示公司正竭尽全力纠正这个问题。

乔布斯称，每位购买iPhone4的消费者都可免费获得一个软胶保护套，已经购买了这款附件的消费者将获得相应的补偿。如果用户仍然不满意的话，可以在30天内退货，只要手机没有被人损坏，就可获得全额退款。

不过乔布斯在道歉的同时表示，天线问题并非iPhone4独有，而是智能手机的普遍现象，这一颇为“不厚道”的举动也让业内人士觉得此番道歉略欠诚恳，受到诺基亚、摩托罗拉等手机厂商的嘲讽。

其实，能够让乔布斯道歉本身就是一件不可思议的事情，乔布斯为什么要道歉呢？这主要归功于集体诉讼制度。

美国加州北部地区地方法院于2010年6月29受理了针对苹果公司以及无线运营商AT&T的一项“推定的集体诉讼”，原告指责苹果及AT&T存在隐瞒、欺诈、误导消费者以及设计缺陷。

起诉书指控苹果公司在明知iPhone4存在设计和生产缺陷的情况下却将其推向市场，称iPhone4的天线很难或无法接通AT&T的信号网络。

起诉书还称，苹果公司及AT&T没能给消费者以支持，用户只能用三种尴尬方式解决信号问题：用“很别扭的方式拿着手机”，或是支付10%的费用退货，或是购买售价29.95美元，据称可改善这一状况的iPhone手机套。

面对集体诉讼，苹果公司必败无疑，而一旦输了，面对众多的iPhone4用户，苹果有可能将要赔付巨额的费用。因此，就有了乔布斯这次“别别扭扭”的道歉。

我国还没有引进集体诉讼制度，但是国人对集体诉讼并不陌生。因为近几年来中国在美国上市的企业频繁遭遇集体诉讼，给我们上了教训深刻的一课。

#### 【案例 4.4】在美上市的中国公司遭遇集体诉讼<sup>①</sup>

2001 年 6 月 29 日，中华网被告上美国法庭，开启了中国企业被起诉的先河，也让集体诉讼进入了国人的视野。

截至 2009 年年底，根据美国三大证券交易所公开资料显示，中国在美上市企业合计 284 家。其中有 25 家，即 8.8% 的中国企业曾遭遇过集体诉讼。而进入 2010 年后，中国在美国上市企业遭遇集体诉讼进入一个高潮，在不完整统计的资料中，2010 年到 2011 年 11 月又有 19 家公司遭遇集体诉讼。

在美国上市的中国公司中，遭遇过集体诉讼的有中华网、网易、中国人寿、空中网、UT 斯达康、江西赛维、侨兴环球、前程无忧、中航油、新浪、新华财经、第九城市、晶澳太阳能、华奥物种、诺亚舟教育、昆明圣火药业、富维薄膜、LJ 国际有限公司、绿诺科技、亚信科技、和信超媒体、太平洋宽频、双金生物、多元印刷、东方纸业、巨人网络、分众传媒、Accuray、AstroPower、麦考林、纳伟仕、福麒国际、中国医药有限公司、中国安防技术有限公司、仿生医疗、艾瑞泰克、盛世巨龙、岳鹏成机电、中国消防安全集团有限公司、中国综合能源公司、中国阀门、中国高速频道、盛大科技和东南融通。

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）吴晓鹏，周馨怡，刘晓翠．25 家在美上市中国企业曾遭遇集体诉讼．21 世纪经济报道，2010-03-05。（2）苏海强，钟国斌，黄炎．赴美上市部分公司遭诉讼，众多概念股股价腰斩．深圳商报，2011-01-10；（3）马玉荣，陈雅琼．麦考林美国遭集体诉讼前因后果反思（一）、（二）．证券日报，2010-12-31；（4）张潇．中国企业在美遭遇集体诉讼，赴美上市遇寒潮．新快报，2011-09-16；黄晨．中国在海外上市公司遭集体诉讼的 12 个案例．财新网，2011-05-25；（5）李萧然，李琪．在美上市中国公司为何屡遭集体诉讼．IT 时代周刊，2010-04-13；（6）回购、私有化应对做空，在美中国概念股萌生去意．经济参考报，2011-07-29；（7）冯禹丁．追杀中国造假股——中国概念股为何血溅美国资本市场．南方周末，2011-05-27。

这 44 家赴美上市的中国公司都曾因“财务造假”和“信息披露不透明”遭遇多轮集体诉讼。这些公司被起诉的主要原因包括：招股说明书、财务或运营报告存在虚假或误导信息，隐瞒或未及时披露重要商业信息，误导投资者。这导致公司股价下跌，给投资者造成了损失。

当然，遭受集体诉讼并不代表就一定会输掉官司。例如，中国人寿、前程无忧、新华财经、第九城市遭遇的集体诉讼就以美国 SEC 终止调查、美国地方法院驳回诉讼和股东撤诉而终止。网易和空中网与投资者和解，并分别赔偿了 425 万美元和 350 万美元。

当然，由于集体诉讼的时间较长，很多案件还没有结案。但是大多数遭遇集体诉讼的中国公司，大多股价大跌，甚至被美国 SEC 停牌或者摘牌，更有甚者被迫退市。绿诺科技在 12 月 3 日被 SEC 以财务作假为名勒令退市，成为 2010 年首家被勒令退市的中国企业。2011 年，中国高速频道、艾瑞泰克、盛大科技被停牌，纳伟仕、福麒国际被摘牌。东南融通停牌整 3 个月后，收到了纽约交易所的退市令，于 2011 年 8 月 17 日正式退入粉单市场<sup>①</sup>交易。交易首日，东南融通收盘报 0.78 美元，较停牌前收盘价暴跌了 95.9%，市值蒸发了 13 亿美元。

### 集体诉讼的威力

以绿诺科技为例，可以看出集体诉讼对大股东、董事会成员和经理人的威慑。

大连绿诺环境工程科技有限公司（简称绿诺科技）是专业从事废水处理、烟气脱硫脱硝、节能和资源循环利用新产品的技术开发、工程设计、产品制

---

<sup>①</sup> 粉单市场又称粉红单市场、粉纸交易市场，简称 PS 市场。在美国证券交易实务中，粉单市场里交易的股票，大多是因公司本身无法定期提出财务报告或重大事项报告，而被强制下市或下柜。因此，投资人通常称这种公司为“空头”或“空壳”公司，称该类股票为“垃圾股票”。值得一提的是公司在粉单市交易是不需要交费的。

造、设备成套和施工、安装、调试、培训等业务的高新技术企业，也是东北位居前列的重型、大型设备数控加工中心。2009年7月13日，绿诺科技正式在纳斯达克挂牌交易。

风波开始于位于中国香港的美资调研公司“浑水”的调研报告。2010年11月10日，浑水公开质疑绿诺存在欺诈行为，其出具的一份报告中称绿诺公布的2009年1.93亿美元的销售收入实际只有1500万美元，而且管理层挪用了数千万美元的公款，其中包括花费320万美元在美国橘子镇购买豪华房产。此外还有其他审计问题。

到11月17日，绿诺科技已经连续9个交易日出现下跌，股价从16.62美元一路下滑至6.08美元，累计跌幅高达63.42%。停牌当日盘前，有一家美国律师事务所对绿诺科技发起了集体诉讼。

很快，绿诺科技在其向美国证券监督机构提供的文件中承认出现审计错误。CEO邹德军澄清，公司并没有签署浑水报告中质疑的6份客户合同中的2份，情况有待解释。但是根据审计公司Frazer Frost向美国证交会提供的文件，当问及公司其他的合同时，邹德军承认“大约有20%~40%是有问题的”。

审计员说，尽管这对公司的影响还不能确定，但是2008年3月31日到2010年9月30日的财务报表将不能再使用。绿诺科技股票最终于12月9日在纳市摘牌并转至粉单市场，股价暴跌48%。

### 遭遇集体诉讼的原因

遭遇集体诉讼的原因主要有两个：一个是“做空者”的利益驱使；另一个就是中国上市公司自身信息披露和会计做账的问题。

原因之一：做空利益链的利益驱使

股票做空交易是美国资本市场的一种监管机制，做空可以通过买卖股票或买卖期权的方式来实现。

如果做空者想做空 A 股票，首先要向证券经纪商借到一定数量的 A 股票，然后再卖掉，并在约定的时间内将 A 股票还给证券经纪商。这期间做空者要支付给经纪商一定的费用。在协议到期之前，投资人将尽力拉低股票价格，以争取用较低价格购入同等数量 A 股票，并归还证券经纪商。买卖股票中间的价格差扣除相关费用后，即是投资人做空所得的利润。比如，借入的 A 股票价格是 100 美元，共借了 1 万股，以 100 美元的价格将股票卖出。待股价下跌到 50 美元的时候买进 1 万股股票归还经纪商，即可获得约 50 万美元的做空利润（当然，50 万美元中还得支付经纪商一定的费用）。

通过买卖期权做空的方式主要是购买卖方期权。具体操作方式为：做空者针对 B 股票从经纪商处购买了一份卖方期权，约定做空者有权在期权到期日之前的任何一天，以每股 100 美元的价格将 B 股票卖给经纪商。如果在到期日之前，B 股票价格低于 100 美元，做空者即可获利。

资本市场本就是为赚钱而存在的，做空机制起到的是积极作用，它让市场变得更加干净，也让价格变得更为合理。这对于提高资本市场效率、增加流动性是有好处的。

在美国资本市场，做空机制的设置是为了帮助市场揭露会计欺诈等问题，但是同时对于做空者来说，这也是非常重要的获利手段。

对在美国上市的中国企业做空利益链包括国内咨询公司、研究机构、对冲基金和律师事务所。利益链是这样形成的：对冲基金建立空仓→研究机构质疑财务造假数据→评级机构调低评级→律师事务所起诉→股价暴跌→做空者获利。

做空的流程具体是：研究机构，即多位网上的自由“分析师”和中国众多的咨询公司，先收集企业的负面消息，形成研究报告后，再将报告卖给对冲基金，在对冲基金建仓后才发表报告，以造成股价下跌而获利。在每个对绿诺科技、东方纸业等中国公司发起“攻击”的美国研究机构背后都有一只做

空的对冲基金，在发布上市公司不利消息前做空该公司的股票，从中获益。

当然，利益的盛宴绝非到此停止，在对冲基金做空中遭遇损失的投资人下一步就会委托律师进行代表诉讼，要求赔偿。在美国的法律服务市场上，有一类律师专门跟随这种做空的力量去打集体诉讼的官司，被称为证券原告律师，一旦有哪家企业遭遇了此类诉讼，与这家企业特质类似的一群企业就成为这些律师的关注对象。即使当时公司股价暴跌，无人提起诉讼，但18个月之后就可能面临诉讼了，因为美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》有不同的追诉期，一般为2~5年。除了联邦法的追诉，有的州的地方方法也有5~6年不等的追诉期。事实上，在2007年和2010年对中国公司的看空潮中，分别就有11家和15家公司遭遇集体诉讼。

做空力量是集体诉讼的主要背后推手，而且起诉律师经常会与对冲基金做空者形成利益链条，拉拢小投资者共同发起诉讼。一旦遭到起诉，这些公司的股价在短期内剧烈下跌，跌幅往往高达50%，甚至超过90%。对冲基金从中获取巨额利润。

这几年频繁出手对中国上市公司抛出负面报告的浑水公司，从不掩饰自己做空盈利的目的，在浑水所有研究报告的第一段话都是：“您应该认识到使用浑水研究的风险。对于这里所述的股票，您应该运用您自己的研究和尽职调查来作投资决策。您应该了解到，浑水及其客户和雇员，在出版这个报告之时，已经对所述股票采取了做空策略，并将从股票下跌中获利。”

2010年6月28日，浑水公司在一份报告中对东方纸业提出“财务造假”质疑。事后，德勤会计师事务所等机构对公司进行了独立调查，并没有发现虚增收入和挪用资金等现象。为此，东方纸业解释了这一事件的起因：在2010年1月，两名声称来自研究公司W.A.B Capital的代表访问公司，并在结束访问后要求公司支付一大笔现金或者股本权益的报酬来交换一份积极的调查报告，东方纸业拒绝了这一要求。接着，这些代表们发布了一份长达30

页报告，发布机构浑水声称东方纸业挪用了投资人的钱。

当然，像东方纸业这种本身没有问题的公司，无非是股价坐了把过山车，对公司的利益影响不大。在浑水发布研究报告质疑东方纸业存在诈骗和造假行为，将其评为强烈卖出，目标价1美元以下之后，股价一度下跌近50%，由8美元最低跌至4.3美元；在该公司发布多份澄清报告后，周五该股当日又上涨了40%。

但是，如果公司本身有问题，那就麻烦大了。2011年2月4日，又是浑水发布了一份针对中国高速频道的研究报告，质疑该公司蓄意夸大盈利能力，并指出其向工商局提交的盈利数据与向美国证监会递交的财报数据严重不符。浑水对中国高速频道给出目标价为5.28美元的“强力卖出”评级，同时声明将直接参与做空这只涉嫌财务造假的股票。

报告发布当天，中国高速频道暴跌33.23%，收盘于11.09美元。在这一周前，这只中国概念股刚刚升至上市3年来的历史最高价23.97美元。

随后又有四家美国律师事务所宣布将对中国高速频道进行调查，并代表投资者向其发起集体诉讼。

2011年4月12日，中国高速频道被停牌。2011年5月19日，纳斯达克股票交易所对中国高速频道摘牌，股票转至粉单市场恢复交易。

当然，在此之前，参与做空该公司的研究机构、咨询公司、评级机构、对冲基金、律师事务所都已经赚得盆满钵满离场。

## 原因之二：中国企业自身的问题

绝大部分中国企业被集体诉讼的原因都与不实信息披露和财务造假有关。这与我国企业没有理解完全信息披露的含义有关。美国的股票公开发行实行注册制，与中国股票发行制度实行的保荐制的最大不同之处就在于对上市公司的信息披露要求更加严格。这种发行制度的核心是“完全信息披露”，即法律要求证券发行人必须提供与证券发行有关的一切信息，并确保其真实、全

面、准确，并对不实陈述所导致的投资者损失承担法律责任。换句话说，也就是上市公司的信息披露不能有遗漏、不能有错误、不能有虚假陈述，如果信息披露对投资者有误导就要承担法律责任。

中国企业一旦没有很好理解完全信息披露的含义，信息披露中一旦有不实之处，出现证券欺诈行为，任一投资者均可聘请律师代表其他投资者启动集体诉讼程序。企业一旦败诉，将面临巨大的经济损失，甚至可以告到这家公司破产。

美国 SEC 的职责是审查上述披露信息是否符合法定要求，并不对发行行为和证券本身的品质做出判断，这一点和中国的情况完全不同。在中国资本市场上，无论是之前的审批制、核准制，还是现在的保荐制。中国证监会更加看重的是公司上市前的审查，而对于上市后重要的信息披露的要求和惩罚力度不如美国。这就使得国内的企业更加看重上市前对公司的“包装”和“粉饰”，而对于信息披露则是“报喜不报忧”，更有甚者出现虚报、隐瞒等财务欺诈的现象。原因就在于国内信息披露缺失的成本太低、对造假者的惩罚太低。在中国资本市场上，上市公司由于信息披露不实而导致中小投资者蒙受巨大损失的违规行为，往往只被罚款几万元、几十万元，最多几百万元了事，违规收益远远大于其违规成本。在这种情况下，上市公司的大老板和经理人怎么可能披露完全而真实的信息呢？在中国资本市场上养成的这种错误习惯思维一旦带到美国，不引火烧身才怪呢？

造成中国在美上市公司信息披露出问题的原因之一正是这种错误的习惯思维使然。在我国资本市场的上市公司中，企业的财务状况、重大决策、重大人事变动、企业发展导向等方面都是高度保密的，在企业内部甚至都只控制在极少数知情者范围，对公司重大信息的披露，不是故意不报，而是下意识地认为不方便报。这就导致我国在美上市公司在信息披露方面“惯性”的不及时、不真实、不全面。

晶澳太阳能和九城就是因为这个原因遭遇集体诉讼。晶澳太阳能对公司财务状况和运营结果给出了重大的虚假和误导性报告而遭遇集体诉讼，具体原因是晶澳太阳能没有披露其从雷曼附属公司购买的价值1亿美元的票据。晶澳太阳能并没有披露其在雷曼附属公司进行的这项高度投机性的投资，而在当时的信贷危机中，雷曼出现了非常严重的财务困境。所以起诉人因此判定，晶澳太阳能对自己的财务表现、前景和盈利预期的报告中存在虚假信息 and 误导。此外，九城也因被认为披露虚假的盈利信息以及隐瞒续签《魔兽世界》代理合同的情况也遭到多项集体诉讼。

造成中国在美上市公司信息披露出问题的原因之二就是故意造假。这一点集中于近几年在美国“借壳上市”的中国概念股身上。一些企业在美国上市是按照美国上市的条件“做”出来的账，为上市后遭遇做空和集体诉讼埋下了祸根。例如，有的公司销售额只有5 000万美元，却做成1亿美元，利润只有600万美元，却做成1 500万美元。财务数据上经不起考验，自然频频被查。此外，有的企业过于强调中国概念，却没有过硬的业绩作为支撑，经过上市的最初阶段，风投资金一旦撤出，自然业绩一落千丈。

在中国概念股丑闻中，几乎所有事发企业都被发现其国内工商资料和纳税记录上的利税、资产、收入数据，与它们递交给SEC的财报数据相差十倍、百倍，甚至无限倍——比如在美国名叫中国清洁能源公司的陕西索昂生物公司，当地税务机关后来开具的记录表明，该公司从2008年至2010年的纳税记录为0。

在美国投资者看来，规范的财务是企业的生存之本，信息披露表现出的是上市公司面对股民起码的社会承诺和职业精神，因此信息披露的真实性、及时性、全面性和准确性事关企业生死。这对于对美国法律和监管条例不熟悉、内部管制又尚未成熟的中国公司而言，的确是不小的挑战。

在别人的地盘上，就得遵守人家的游戏规则。“信息披露不实”和“财务

报表虚假”这类事情在中国资本市场上屡见不鲜，上市公司一般都能应付，但到了美国情况就不一样了，成为美国投资者、研究机构、对冲基金、律师事务所、SEC 重点关注的问题。稍有不慎，就会遭到联合猎杀。换句话说，如果中国企业赴美上市是以造假圈钱为目的的话，那就是白日做梦了。

### 数家公司酝酿转移战场

受财务造假丑闻以及恶意做空风潮笼罩的中国概念股整体表现不佳，不少公司选择从美国股市“私有化”退市，转而谋求在中国香港或内地资本市场上市。

“私有化”指的是上市公司大股东回购该公司所有流通股，从而申请从资本市场退市，让把上市公司重新变成非上市公司。在诸多赴美上市的中国公司中，目前有多家公司在进行或已经完成私有化交易，如康鹏化学、中消安、安防科技、乐语中国、大连傅氏、泰富电气、同济堂、BMP 太阳石和中能等。除上述公司外，还有多家企业在观望，“私有化”将会形成一股潮流。

一些媒体认为中国多家在美国上市的公司私有化的原因是由于此次做空风潮导致美国资本市场对其估值过低。2010 年至 2011 年中，在此次做空风潮中，受影响最大的不是早期在美国上市的国有企业和新兴的互联网公司，而是通过买壳实现上市的制造业。做空导致的过低股价和市盈率，使得美国资本市场对这些公司失去了融资价值。此外，虽然在美上市门槛较低，但上市后每年需要支付较高的律师费、会计师费等费用，这对公司来说是不小的负担。因此，多家公司在“私有化”的同时，开始酝酿在中国香港和内地资本市场重新上市。

以上的原因似乎并不是主要的理由，对美国资本市场游戏规则敬畏才是私有化风潮的最主要原因。由于诸多的中国企业在美国遭遇做空和集体诉讼，损失惨重。而在短期内，很多企业无法达到美国 SEC 要求的完全信息披露，如果在美国资本市场上继续待下去，就难免遭遇做空和集体诉讼，因此诸多

企业就不约而同地选择了从美国退市，转而对信息披露要求相对宽松的香港和内地资本市场上市。

这种结果，对于中国资本市场却是一个巨大的讽刺：难道骗不了美国人的钱，就想骗中国人的钱？

我国资本市场要真正从一个投机市场变成一个投资市场，就必须学习美国资本市场的游戏规则设计，做空机制、举证倒置和集体诉讼制度的引进是关键所在。

#### 4.5.2 举证倒置制度

在美国资本市场上，股权高度分散的主要原因就是当大股东的成本太大。一方面是随时有可能遭受集体诉讼，另一方面就是当被告时经常要举证倒置。

小股东告大股东，就是弱势群体告强势群体，这种情况下一般是告不赢的，关键就在于举证困难。因为在一般的民事诉讼中，举证采用的是谁告谁举证。但是当一个小股东被大股东黑了之后，小股东明知自己被黑了，但是由于公司的实际控制权掌握在大股东手里，小股东作为弱势群体难以搜集到自己被黑的证据。

这时，为了保证公平，法律规定了在一些特殊情况下可以采用举证倒置，也就是通常所说的辩方举证。比如说，当一个小股东被大股东黑了而到法院起诉这个大股东的时候，如果采用举证倒置，那么小股东将不再承担举证的责任，而由大股东举证来证明自己的清白，如果证明不了，就说明大股东黑了小股东，法院就会判定大股东败诉，就需要给小股东赔偿。举证倒置制度增加了大股东的成本，这也是为什么美国上市公司股权比较分散，没有绝对大股东的一个重要原因。

举证倒置起源于大陆法系的德国，但是被广泛应用却是在普通法系的美国。

相对来说，普通法系比大陆法系更加强调公平，因此，许多对弱势群体有利的司法制度在美国都得到了广泛的应用。美国在证券诉讼中引入举证倒置制度，通过因果关系推定的方式，加强对小股东合法权益的保护。在前述美国的集体诉讼制度中，对小股东保护很重要的一点就是采用举证倒置。因此在美国的资本市场上，公司任何损害小股东的行为遭受集体诉讼时，被告的公司就必须提出无罪的证据，否则就会采用推定过错责任原则判定公司败诉。也就是说，当美国的一家上市公司由于信息披露存在虚假陈述而遭遇集体诉讼时，信息提供者必须证明自己的行为没有过错，否则将推定其有过错，就要向受害股东承担民事赔偿责任。这对上市公司的控股股东和经理人是一个巨大的威慑。

举证倒置制度对于净化我国资本市场的治理环境将大有用武之地，尤其是在打击内幕交易、虚假信息披露和财务欺诈等方面。我国上市公司的小股东经常受到内幕交易、虚假信息披露和财务欺诈的伤害，但是由于目前在证券诉讼中并不支持集体诉讼，小股东很难利用法律来保护自己。因为，作为内幕交易、虚假信息披露和财务欺诈受害者的小股东，在信息获取能力和资金实力等方面处于明显的弱势。而内幕交易、虚假信息披露和财务欺诈不仅涉及面广而且操作手段隐蔽，小股东靠自己的能力是不可能寻找到证据的。小股东有限的人力和财力也使得缺乏收集证据成为理论上可行，实际上不可能的事。

在这种情况下，引入举证倒置就可以遏制大股东或实际控制人对小股东权力和利益的侵害。比如，当一家上市公司出现股价异动时，对怀疑进行了内幕交易、虚假信息披露或财务欺诈的人员要求举证倒置，嫌疑人就必须举证来证明其清白。如果不能证明，监管机构就可以对其作出有罪推定，并作出相应的处罚。这对打击我国资本市场猖獗的内幕交易是非常具有现实意义的。

我国司法系统在有限范围内引入举证责任倒置制度。《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》（以下简称《规定》）第4条，列举了适用举证责任倒置的8项情形，包括专利侵权责任诉讼、危险作业责任诉讼、环境污染

责任诉讼、缺陷产品责任诉讼、建筑悬挂物责任诉讼、动物饲养责任诉讼、共同危险行为责任诉讼和医疗事故责任诉讼等特殊的现代型侵权责任案件。《规定》的第6条还规定了在员工和用人单位产生劳资纠纷时采用举证倒置，由用人单位举证。

但是令人遗憾的是，在股东纠纷和证券交易诉讼方面却没有引入举证倒置。虽然在《规定》中的第7条赋以法院可以自主决定举证的权力：“在法律没有具体规定，依本规定及其他司法解释无法确定举证责任承担时，人民法院可以根据公平原则和诚实信用原则，综合当事人举证能力等因素确定举证责任的承担。”但是，在现实的案件审判中，除了《规定》中列举的8种情形之外，如果弱勢的被告一方要求举证倒置，是很难得到法院的支持。

令人高兴的是，在千呼万唤之后，证监会终于发出了将举证倒置制度应用到证券交易诉讼的积极信号。2007年9月17日，证监会针对重大事项披露前股价异动现象，发布了《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》，规定：“剔除大盘因素和同行业板块因素影响，上市公司股价在股价敏感重大信息公布前20个交易日内累计涨跌幅超过20%的，上市公司在向中国证监会提起行政许可申请时，应充分举证相关内幕信息知情人及直系亲属等不存在内幕交易行为。”这实际上是有条件地采用举证倒置制度了，虽然条件是要达到“20个交易日内累计涨跌幅超过20%”，依然给内幕交易者提供了空间，但不管怎么说，这至少是将举证倒置制度应用到股东纠纷诉讼和证券交易诉讼中一个非常积极的信号。

#### 4.5.3 股东派生诉讼制度

在小股东起诉大股东进行维权的三驾马车中，集体诉讼离我们还很遥远，举证倒置是有条件地引入，值得高兴的是派生诉讼制度终于在2006年引入。

我国新《公司法》第152条建立了股东派生诉讼制度，规定：“（1）董事、高级管理人员有本法第一百五十条规定的情形的，有限责任公司的股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东，可以书面请求监事会或者不设监事会的有限责任公司的监事向人民法院提起诉讼；监事有本法第一百五十条规定的情形的，前述股东可以书面请求董事会或者不设董事会的有限责任公司的执行董事向人民法院提起诉讼。（2）监事会、不设监事会的有限责任公司的监事，或者董事会、执行董事收到前款规定的股东书面请求后拒绝提起诉讼，或者自收到请求之日起三十日内未提起诉讼，或者情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的，前款规定的股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。（3）他人侵犯公司合法权益，给公司造成损失的，本条第一款规定的股东可以依照前两款的规定向人民法院提起诉讼。”应该说，股东派生诉讼制度的建立，为中小股东维权增加了一个强大的武器，确实对董事、监事、经理人和大股东在一定程度上形成了威慑。

所谓股东派生诉讼，是指当董事、监事、经理等公司高级管理人员实施某种越权行为或不当行为损害公司利益时，如果公司不对此采取行动或提起诉讼，则公司法允许符合条件的股东为公司利益对致害人提起诉讼，要求他们对公司的损害承担法律责任。

从法律逻辑上看，公司也是人，公司这个法人具有独立的人格，因而当公司受到任何人的侵害时，只有公司自己才有权就其所受侵害提起诉讼，股东无权直接为公司的侵害对他人提起诉讼。但是，公司这个法人不会说话。尤其在上市公司中，公司的控制权更多掌握在董事会和经理人手里，而实际上对公司这个法人利益进行侵害的更多是董事、监事和经理这些高管人员，他们之间虽然从制度设计上是相互监督的，但是在现实中更多是相互串通的。希望他们以公司的名义追究违法董事、监事或经理人的法律责任几乎是不可

能的。在这种情况下，小股东就可以代表公司这个法人对违法的董事、监事或经理人进行诉讼。由于小股东代表的是公司而不是自己，因此这条制度就叫作股东派生诉讼制度。

股东派生诉讼制度这样一种特殊的诉讼形式就是为了增强对处于弱势的小股东的救济力度，在实践中逐渐被创造出来的。股东派生诉讼的主要目的是为了遏制董事、监事、经理人或大股东等公司的实际掌控者各种各样侵害公司利益的败德行为，对股东的合法权利加以保护。在于维护公司的利益，派生诉讼制度是随着对中小股东权利保护的加强而逐渐发展起来的。股东派生诉讼中权利受侵害的直接对象是公司，股东只是间接受害者，股东行使的是直接受害者公司的权利，目的是为了维护公司的利益，当然，维护了公司的利益也间接维护了股东自身的权利。

那么，谁可以当被告？不同国家的派生诉讼制度对于可提起派生诉讼的行为的界定是不一样的，有些国家只限于对董事的诉讼，而美国的派生诉讼范围是最宽的，我国的派生诉讼制度学习了美国的制度设计。我国法律对可提起派生诉讼的行为的界定，不仅仅局限于董事对公司的责任，同时对经理人执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损失的行为，以及他人侵犯公司合法权益，给公司造成损失的行为，都可依法提起诉讼。这里将“他人”列为诉讼对象，可以有效地阻吓和铲除公司外的第三人，比如大股东对于公司利益的侵害，从而把派生诉讼制度的作用发挥得淋漓尽致。

在什么时候可以提起股东派生诉讼的问题上，新《公司法》第 150 条规定了股东提起派生诉讼的条件是公司董事、监事和经理人等要有违反法律、行政法规或公司章程的行为。具体来说，股东可以针对董事、监事、经理人或大股东的下列行为提起派生诉讼：（1）贪污腐败吃回扣的行为；（2）挪用公款和违法违规违反章程的抵押担保行为；（3）关联交易的行为；（4）泄露或出卖

公司秘密的行为；（5）超越《公司法》和公司章程赋予权利范围的越权行为；（6）违法或违反章程分配股利或分配公司财产的行为；（7）董事、监事和经理人的偷懒、不作为给公司造成损害的行为。

股东提起派生诉讼制度的另一个前置条件是先要“竭尽公司内部救济程序”。对这个条件通俗的理解就是，当一个股东发现董事、监事、经理人或大股东侵害了公司的利益时，首先要向公司股东大会、董事会或监事会提出正式的请求，要求公司对致害人的行为采取适当的措施。但是一般来说，由于大股东及董事的操纵和阻碍，应该行使权利的如董事会和监事会会怠于行使或者不行使该项权利，拒绝以公司的名义提起诉讼。这时，股东就可以代表公司提起派生诉讼。当然，《公司法》152条也规定在情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的，原告股东可以不必经过前置程序直接提起派生诉讼。

但是并不是所有股东都有资格发起股东诉讼，必须对股东的资格进行约定，否则就会增加法院的工作量，而且也会使得派生诉讼极为不严肃。比如说陈某到中石化的加油站加油，和服务员吵了一架，很生气。第二天，他便买了100股的中石化股票，第三天到法院去起诉中石化的老总。因此为了避免这种情况的发生，《公司法》第152条规定了只有单独或者合计持有公司1%以上股份而且持有天数在180天以上的股东才能作为股东派生诉讼的原告。

#### 4.5.4 集体诉讼和举证倒置离我们有多远

我国的司法体系是大陆法系，但近年来在证券和金融立法方面学习的更多是普通法系的美国。这反映了国家决策层想学习美国将资本市场作为21世纪我国经济发展引擎的决心，因此才会在2006年引进股东派生诉讼制度，2007年开始有条件地应用举证倒置制度。从发展趋势来看，这是好事，但是仅仅

做到这种程度是远远不够的。

要真正做到对大股东的制约，必须在股东纠纷和证券交易诉讼中彻底引进集体诉讼和举证倒置。相信在不久将来，我国会引进举证倒置制度。因为我国已经在民事诉讼的 8 种情形下采用了举证倒置，而且在证券交易诉讼中也有谨慎地采用了举证倒置，这表明该条制度在我国的应用已经积累了一些经验，具备了初步的制度环境。但是集体诉讼制度进入立法阶段还为时尚早，毕竟集体诉讼对于上市公司更有用，而我国上市公司的主体目前还是以国有企业为主体。在集体诉讼制度强大的威力下，国有上市企业一旦被诉，就有可能面临股价暴跌或巨额赔偿的风险。因此估计集体诉讼制度正式在股东纠纷和证券交易诉讼中引进，也许需要等到民营企业成为我国资本市场主体的那一天。

需要注意的是，一旦我国正式引进集体诉讼制度和举证倒置制度。在集体诉讼、举证倒置和股东派生诉讼这三条制度的共同作用下，在我国资本市场上当大股东将是一件成本巨大的事情，估计到时候愿意当大股东的人就不多了，也许上市公司都将是股权高度分散的公众公司了。那么，我国资本市场将不会像现在这样存在着大量大股东黑小股东的问题了，上市公司的治理问题将和美国一样比较简单，主要是防止经理人黑老板的问题了。

## 第 5 章

# 经理人道德风险的五道基本防线

- 5.1 公司治理体系与经理人道德风险防线
- 5.2 第一道基本防线：股东大会制度
- 5.3 第二道基本防线：董事会制度
- 5.4 第三道基本防线：信息披露制度
- 5.5 第四道基本防线：独立的外部审计制度
- 5.6 第五道基本防线：公司控制权市场



在公司治理中，人们最关注的其实并不是股东黑股东的问题，而是经理人黑老板的问题。因为并不是所有的公司都存在股东间互相“黑”的问题，有很多民营企业的股东其实只有一个。因此，对于这些企业来说，公司治理问题其实就是经理人黑老板的问题。

如果我们把经理人黑老板行为的根源称为经理人的道德出了问题，这在经济学上叫作“经理人的道德风险”。那么，公司治理的制度就可以看作是防止经理人道德风险的防线。从实践来看，经理人道德风险总共有六道防线，其中有五道为基本防线：股东大会制度、董事会制度、信息披露制度、独立的外部审计制度和公司治理的外部结构，这五道基本防线的目的是为了控制和约束，属于公司治理的“约束机制”。目的是尽量解决老板和经理人之间信息不对称以及老板难以面对面直接监督经理人的问题。

## 5.1 公司治理体系与经理人道德风险防线

在一些学术资料和财经评论中，我们经常看见“公司治理体系”这个词。公司治理体系包括公司内部治理结构和外部治理结构两个部分。如图 5-1 所示是世界银行在 1999 年提出的公司治理体系。

图 5-1 左边的部分主要包括的是股东、董事会和经理人层面之间的相互制衡机制，这些都发生在企业内部，因此就叫作公司治理的内部结构。公司内部治理结构的内容对于上市公司和非上市公司都是适用的，主要目的是通过制度安排，保证企业健康发展，主要包括两个方面：一方面是指通过股权结构和公司章程对控制权进行安排，防止大股东黑小股东；另一方面是公司内部形成的一套有效激励并且约束经理人的制度安排，以达到对经理人的有效管控和激励。

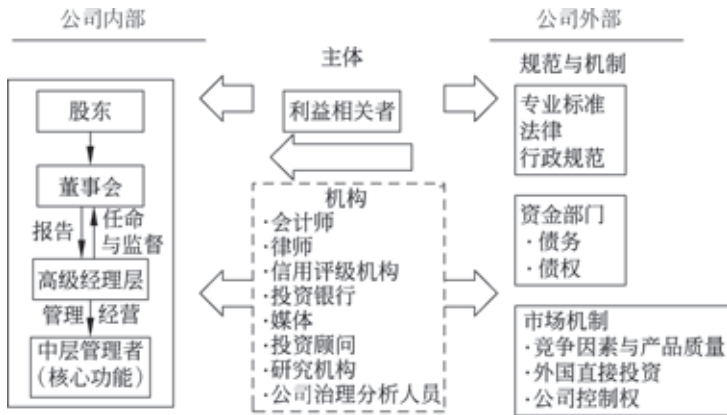


图 5-1 公司治理体系

内部治理结构要想真正发挥作用，有一个非常重要的前提，那就是：公司的产权一定要明晰，企业所有者真正关心其财产。满足了这个前提条件，公司的股东才会真正关心股东会、董事会和经理人之间的制衡机制是否真正有效，以及关心这种制衡机制是否对企业创造价值有帮助。只有这样，股东们寻求建立公司治理制度就确实实是为了解决企业发展中的问题，而不再是为了时髦，或者是为了上市满足证监会的要求在形式上建立公司治理制度。

在图 5-1 中，除去公司内部治理结构之外的内容，其余各部分就统称为公司外部治理结构。主要包括公司控制权市场的约束、机构投资者的监督、债权人接管的威胁、经理人市场的监督与惩罚、产品市场的监督以及各种各样中介机构的监督等，其中发挥重要作用的是公司控制权市场上的控制权之争。公司治理外部结构只对上市公司有用，对非上市企业顶多只有借鉴作用，主要是通过市场这只“看不见的手”发挥作用。下面以公司治理评级机构和研究机构对上市公司控股股东和经理人起到的监督和威慑作用进行说明。

举例来说，当一家中国 A 股市场的公司董事会设置和内控体系设置仅仅只是满足了按照证监会的要求，比如董事会中的独立董事人数刚好占董事会规模的 1/3，董事会每年只开两次会，委员会中只设置了审计委员会。这样的

董事会，虽然从法律法规上满足了要求，但是公司治理评级机构会认为该公司董事会明显被控股股东或经理人把控，独立性较差，所以给出的效率和独立性的评价就会较低。该公司的股价就会下跌，于是便迫使该公司想办法提高董事会的效率，增加董事会的独立性。

### 5.1.1 防止经理人黑老板的治理逻辑

从公司治理体系中可以总结出防止经理人道德风险的六道防线，其中五道防线来自公司治理内部结构，包括股东大会制度、董事会制度、信息披露制度、独立的外部审计制度以及股权激励制度。另外，我们将公司外部治理结构中的公司控制权市场称为第六道防线。

在这六道防线中，股东大会制度、董事会制度、信息披露制度、独立的外部审计制度和公司控制权市场是对经理人的约束和控制，起到基本防范作用；对经理人的股权激励制度则是通过股权激励的方式起到关键的约束作用。

六道防线的基本治理逻辑是：法律有效保护股东权利，股东的权利主张和利益诉求通过股东大会得到保护；股东能够有效控制董事会，在股东大会闭会期间，董事会代表其选拔、监督和激励经理人；信息披露制度直接解决控股股东、小股东和经理人之间的信息不对称，为股东的决策提供真实的信息；独立的外部审计制度是确保信息披露的真实性；公司控制权市场则是通过资本市场的力量对上市公司的控股股东、董事会和经理层进行直接的威慑。

在这五道基本防线保护住股东的资产不被黑的情况下，接下来就是采用股权激励解决老板和经理人利益不一致的问题，将经理人的利益、股东的利益和公司的利益捆绑起来。

只要将六道防线相互配合，基本上就能解决经理人黑老板的问题。

5.1.2 我国的公司治理模式都学了谁

如图 5-2 所示的是《公司法》所规定的上市公司的内部治理结构。其治理逻辑是：股东大会作为公司的最高决策机关和权力机关；董事会是公司的执行机关，对股东大会负责，遵守股东大会的决议，指导公司业务的执行；监事会是公司的监督机关，对股东大会负责，对董事长、董事会和经理层执行公司管理事务和会计事务实行监察。监事会作为与董事会平行、对等的机构，都直接对股东大会负责；监事会与董事会相互独立，互不隶属。这种治理结构是政治上三权分立思想在公司机关构造上的具体体现，理论上讲是最完美的模式，但实际效果如何呢？

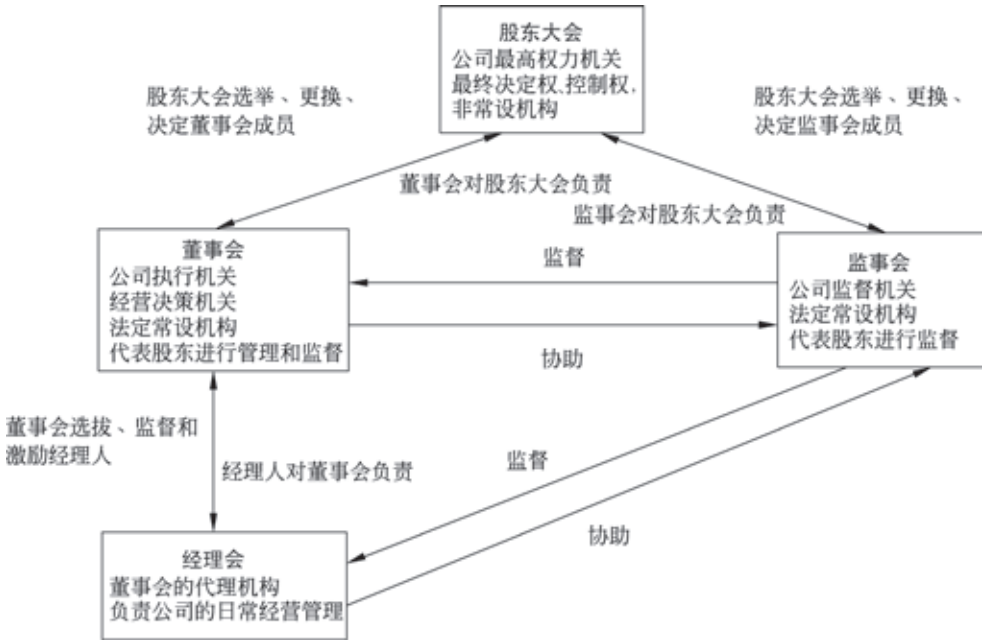


图 5-2 我国内部公司治理结构

这种治理模式的应用效果比较差。为什么会出现这样的现象？要回答这个问题，必须知道我国《公司法》所规定的内部公司治理结构都学习了谁。

公司治理模式分为三种，即家族模式、英美模式和德日模式。而我国的治理模式则是学习了英美模式和德日模式。

(1) 从英美模式中学到什么？

在图 5-2 中，如果将监事会去掉，就变成了如图 5-3 所示的英美模式的内部治理结构。英美模式又叫作市场控制模式，也就是说，在英国和美国的资本市场上，更多的是依靠市场力量对经理人进行监督和控制。在英美资本市场上，防止经理人道德风险最主要的防线是以控制权争夺为代表的公司外部治理结构，第二道防线是内部治理结构中的董事会制度，第三道防线是经理人股票期权制度。

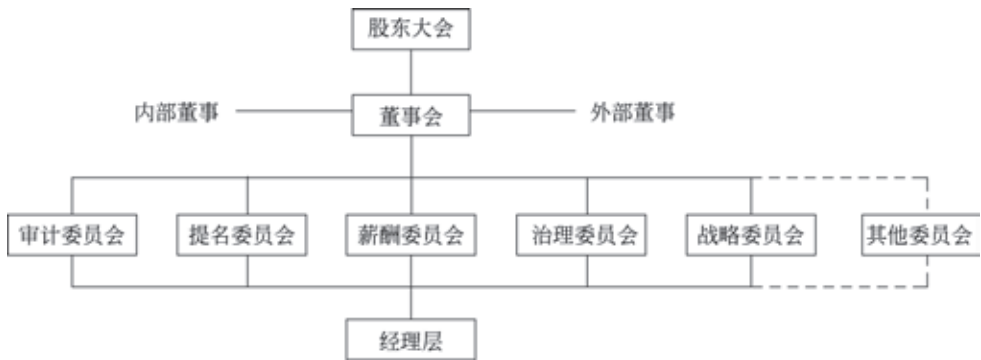


图 5-3 英美模式的内部治理结构图

英美模式的内部治理结构中，没有监事会，那么谁来行使监督经理人的职责呢？答案是独立董事制度和委员会制度。英美模式内部治理结构的逻辑是，由于股权高度分散，股东都不愿投太多时间和精力去管企业，因此作为最高权力机构的股东大会的职责就主要变成了选举董事会成员，股东大会就将权力委托给了董事会。为了使得董事会确实能够监督经理人，就建立了独立董事制度，要求董事会中必须有一定数量的和经理人没有什么利益关系的独立董事；同时为了让独立董事的监督作用能够充分发挥，建立了委员会制度，

一般的美国上市公司的董事会中，都会建立审计委员会、提名委员会、薪酬委员会和执行委员会。

在通过控制权市场争夺、董事会制度对经理人进行约束的同时，美国还强调与资本市场挂钩的经理人股票期权计划对经理人进行激励和约束。

那么，我们学习了英美模式的什么特点呢？我国在资本市场规则的制定上一直在学习美国，但由于上市基本规则的不同，导致美国资本市场股权较为分散，而我国资本市场则是一股独大，因此以控制权市场争夺为主的外部治理结构我们一直想学但没学成。我们主要是学习了董事会制度中的独立董事制度和委员会制度，以及股权激励制度。

自 2001 年起，我国证监会就要求上市公司建立独立董事制度和与之配套的委员会制度。2001 年起，每家上市公司至少有一名独立董事；2003 年后，要求每家上市公司 1/3 的董事必须是独立董事，而且审计委员会成为法定的委员会。2006 年 1 月 1 日，证监会颁布实施了《上市公司股权激励管理办法》，标志着经理人股权激励制度正式作为公司治理的重要手段引入我国的资本市场。

## （2）从德日模式中学到了什么？

德国和日本公司治理模式的特点主要有两个：一是银行在公司治理中的作用特别大；二是都有监事会，而且监事会的权力大于我国公司治理模式中的监事会。

德国和日本的金融体系是混业经营的，两国的银行既可以从事传统的银行业务，又可以从事证券和保险业务。也就是说德国和日本的商业银行既可以给一家公司投资做股东，也可以给这家公司贷款当债权人。这一点和我国的情况是完全不同的，我国的金融体系学习的是美国的分业经营，也就是商业银行和投资银行必须分开，银行只能给企业贷款当债权人。在德国和日本的公司治理模式中，股东不会像英美公司的股东“用脚投票”，而是直接“用手投票”，改组董事会和经理层，直接发挥影响力。

以日本银行在公司治理中的作用为例，日本的治理模式又称为相机治理模

式。在企业运作平稳、盈利情况较好的情况下，银行并不过多地参与公司的管理决策。但是，如果公司出现危机或者公司盈利出现下降，银行就会利用股东和债权人的双重身份，获得较为充分的信息，直接干预企业的管理决策。在情况比较危急的情况下，甚至会直接改组或解聘董事会和管理组。这对于董事会和经理人都是一种比较大的威慑。

德日模式公司治理逻辑是：将公司的业务执行职能和监督职能分离，并成立了负责执行职能的董事会和负责监督职能的监事会。我国法定的公司治理内部结构在形式上学习了日本的平行三角制，在监事会构成上学习了德国的共同决策制。

我国公司治理的内部治理结构学习了如图 5-4 所示的日本模式。在治理逻辑上中国模式和日本模式是比较相像的，股东大会是最高权力机构，董事会是管理决策机构，监事会是监督机构。不同的是，由于中国模式在董事会制度上引进了独立董事制度和委员会制度，因此中国模式中的董事会权力是大于日本董事会权力的。而日本更多是依赖监事会履行监督职能，因此，日本的监事会的权力大于中国模式中的监事会。

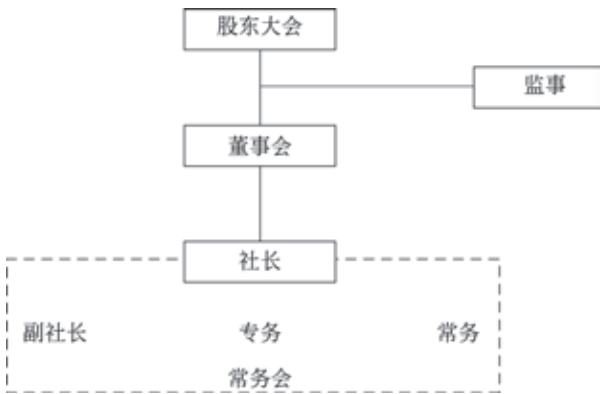


图 5-4 日本公司内部治理结构

如图 5-5 所示的是德国公司治理的内部结构，该模式有两个特点：首先，

从世界范围来看，德国的监事会权力是最大的；其次，德国监事会的构成一定有职工代表。

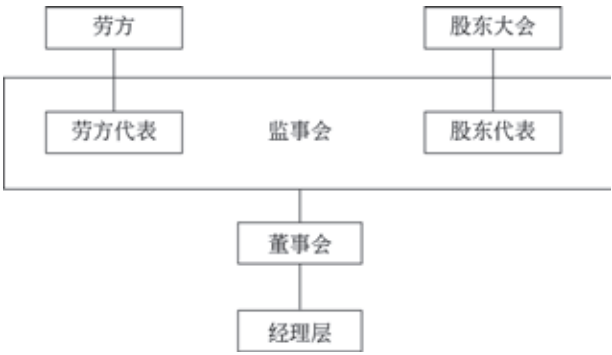


图 5-5 德国公司内部治理结构

德国模式又叫作双层董事会模式。按照德国公司法规定，所有股份有限公司都必须建立监事会和董事会。其中，监事会权力是非常大的，主要体现在人事权、决策权和监督权三个方面。在人事权方面，按照德国公司法规定，董事会成员的选择、任命、监督和解聘不是由股东大会负责，而是将这个权利给了监事会。在决策权方面，涉及金融运作、借贷等引起资本增减的重要经营事项都需要监事会做出决策。在监督权方面，公司的账目和资产审计都归监事会管。德国模式实际上是把英美模式中本归属于股东大会和董事会的一些重要的决策权、控制权和监督权授给了监事会。

德国的治理模式又称为共同决策制，主要表现为监事会中一定会有劳方代表，监事会不仅是股东利益的代表机关和监督机关，同时也是劳方利益的代表机关和劳方机关。德国历来重视劳资关系，体现在公司治理中，就是德国公司法规定监事会中必须有一定数量的劳方代表。1976 年的《职工参与决定法》规定了一般公司的监事会由数量相同的股东监事和职工监事组成，比如一个公司的监事会的人数为 11 人，那么就会有 5 个职工代表、5 个股东代表，

另外1个就是股东和劳方都能接受的第三方。其中职工监事包括公司职工代表和工会代表，都经过职工民主选举产生。

我国在监事会人员构成上学习了德国,《公司法》第52条和第118条分别规定了有限责任公司和股份有限公司要设立监事会,其成员不得少于3人。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表,其中职工代表的比例不得低于1/3,具体比例由公司章程规定。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

### 5.1.3 学习效果如何

我国的内部治理机制既学习了英美模式的特点,又学习了德日模式的特点。在整个公司治理结构的设计上学习了日本的“平行三角模型”,在监事会成员构成上学习了德国的“共同决策制”,即要求监事会成员必须有一定数量的职工代表。在董事会构成上学习了美国的董事会制度,既要求建立审计委员会等专门委员会,又引进了独立董事制度。从理论上讲,我们将世界范围上最具特点的制度都移植到了我国的治理模式中,该治理模式理应是最好的,但实际效果又如何呢?

制度创新和管理创新如果是纸面上的“1+1=2”如此简单的话,我国的经济早就应该超越美国,成为世界第一了。制度的引进需要一个融合过程,不考虑制度的兼容性和匹配性,而是简单地将一些制度堆积在一块,实效是很差的。最具代表性的是:在中国,有谁将监事会当回事?

在我国的治理模式中,监事会平行于董事会,既有职工参与又独立于管理层,按理说应该做到在充分了解信息的情况下,独立地行使监督的职责。但可惜的是,这只能是立法者美好的愿望,监事会目前更多成为公司治理结构中的一种摆设。《公司法》虽然明确了监事会的职权,但并没有明确赋予监

事会强制董事履行责任的权力，而且也没有规定董事会和经理层必须定期向监事会报告，监事会在选择董事会成员和经理人选的时候也没有话语权，这就使得监事会的权威性受到很大的影响。而且监事会中的职工监事都是企业内部人，其薪水、升职都受制于董事会和经理层，如何让他们做到独立地监督？

最后的结果，就是没有人把监事会当回事。每年年终的时候，我国上市公司的监事会都要披露监事会报告，每家公司的报告从内容和结构上基本大同小异。这样的监事会不可能发挥其应有的作用。

正是基于这样的现实，我国证监会从 2001 年起引进独立董事制度以及与之配套的委员会制度，这不仅仅是公司监督形式的改变，更重要的意义可能是对原有以监事会为特征的“双层制”公司治理内部结构的否定和抛弃。

### 【案例 5.1】史美伦不满监事会，对独立董事制度寄予厚望<sup>①</sup>

2001 年，有位财经记者采访时任中国证监会副主席史美伦时，问道：“我国已有监事会制度了，为什么还要引进独立董事制度？”

史美伦回答说：“有时也有人主张应当赋予处在上市公司董事会之上的监事会以更多的权力。然而，已有的经验表明，由于监事会所代表的利益主体不明确，这种监督制度并不有效。在许多情况下，监事会复制了董事会的权力但没有承担相应的责任。事实上，监事会的存在只是给人以上市公司中存在某种相互制约的假象。”

史美伦还对记者说：“现在引进独立董事制度，是个新的尝试，对独立董事，我们暂时不抱很大希望，我们希望通过独立董事建立公司的问责制度。

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）上海证券报网络版·史美伦论中国资本市场未来与公司治理的作用 .<http://finance.sina.com.cn/y/53826.html>。（2）南方网·“铁娘子”史美伦：中国股市“四大病”.<http://club.china.com/data/thread/1011/2706126149/3-1.html>。

独立董事是不是和监事会冲突？我们试图在实践中找出一些方法。现有的监事会不是很理想，也很不负责任。我们提出在2002年6月，每家上市公司要有2名独立董事；2003年6月，要有3名或者1/3的人数。当然，短时间内独立董事未必能马上发挥作用，但是5~7年之后，独立董事的作用会更突出，公司治理会更加透明。”

既然官方都认为监事会制度已经基本失灵，那为什么不直接取消监事会制度呢？有些学者认为，监事会有作为企业内部人的职工代表，可以重点进行事中监督；而独立董事都是企业外部人，可以重点进行事前和事后监督。因此，他们认为，监事会制度和独立董事制度可以并存，并且相得益彰。这种观点本书不敢苟同，事前、事中和事后，从纸面上可以分得很清楚，但是实际中能分清吗？将法定的独立董事、审计委员会的职责与监事和监事会的职责对比，就可以发现它们是相互交叉和相互重合的。

这些年我给不少国资委主办的国有企业培训班上课，国资委的领导跟我讲：“马老师，为了解决职工董事受制于董事会和管理层的问题，现在国有企业都采用外派监事制度。公司的监事由国资委或国有控股公司派出，但是监事的工资不在该企业发，由国资委或国有控股公司来发。试行的效果不错，这些外派监事都非常努力地进行监督。”

确实，近些年来，从央企到地方国有企业都在寻求提高公司治理成效的方法。其中，外派监事就成为其中的一个重要举措。但是事实是国有企业监督少吗？国有企业有党委、纪委、上级审计部门、独立董事都在负责监督，再加上一个外派监事，是为了让监督更加严密吗？其实，从管理学和经济学的角度来看，监督并不是越多越好，监督是为了公平，但是绝对的公平是没有效率的，因此，监督和效率是要做取舍的。对于国有企业来讲，缺的不是监管体系中再加上一个外派监事制度，而是能否真正将诸多的监管落到实处。

#### 5.1.4 我国模式何去何从

对于任何一个国家的企业来说，没有最好的制度，只有适合不适合的制度。这就要求我们在学习各种先进的治理模式的时候，首先要坚持自我，其次要虚心学习，重要的不是照搬了某种时髦的制度，而是要选择适合自己的，加强公司治理的系统性和适应性，使得各种制度相互匹配，提高制度的整体效力和效率。

在这方面，日本做得很好。日本公司治理的传统模式是平行三角制，由监事会行使监督的职能。在学习英美模式的经验时，日本并没有简单地移植，也没有彻底地“破旧立新”，而是在“立新”的同时，“改造旧”的。2002年日本的商法规定，在公司治理模式上，企业可以采用传统的平行三角制，但需要新入独立监事；企业也可以采用英美模式的董事会制度，但要求废除之前的平行三角制，而且必须建立独立董事制度，在董事会下还需设立由独立董事担任主席的审计委员会、薪酬委员会和提名委员会。

日本的这种做法，实际上是法律为企业提供了自由选择公司治理模式的机会。索尼、日立和野村等大企业选择了美式的董事会制度，而丰田和佳能等企业坚持传统的监事会制度。日本这种从立法上给以企业选择权的制度学习方法，明显优于我国强制性要求必须同时并存监事会制度和独立董事制度的行政手段。日本的做法更加看重市场选择的结果，让企业根据自身的需要和市场的需要，自主地选择适合自己的治理模式。而我国更加看重行政手段，强制性地要求监事会制度与独立董事制度和委员会制度并存。在实际运作中，监事会制度和董事会的审计委员会在职责上有着太多的交叉和冲突，这也许是我们过分强调“检查与制衡”的结果。最后形成的结果就是，表面上我们有双重监督机制，实际上监督是缺乏的，更多的是复杂的权力斗争。

那么，我国的治理模式该何去何从呢？中国的法律体系和德国、日本一

样，属于大陆法系国家，因此在最初的中国治理模式中选择监事会作为监督机构是没有问题的。但是，由于世界上最有效率的资本市场是美国的资本市场，因此，中国近年来在涉及金融证券领域的立法，甚至包括证券市场的监管体系其实一直在学习美国。在这种背景下，监事会制度就显得与其他公司治理制度的匹配性很差，甚至格格不入。我们不妨将监事会制度取消，同时将其职责转移给独立董事或董事会的审计委员会制度。因此，本书在总结的六道经理人道德风险中没有监事会制度，也不再单独讨论监事会的内容。

## 5.2 第一道基本防线：股东大会制度

从理论上讲，股东大会是现代股份公司的最高权力机构和决策机构。上一章内容指出，“实施参与重大决策和选择管理者”是法定的股东身份权，那么股东在什么地方行使这个权利呢？在现代股份公司中，尤其是上市公司中，股东除被选为董事或监事外，几乎没有机会参与公司的经营活动。因此，各国的公司法都规定了股东大会是股东“实施参与重大决策和选择管理者”权利，从而达到保护“依法享有资产收益”权利的重要平台。

股东大会的决议并不是全体股东意志的简单相加，而是依照《公司法》等法律发挥或者公司章程规定的表决制度所形成的多数股东意志。因此，股东决议一经形成，就对全体股东和整个公司产生约束力。

股东大会制度是保护中小股东权利的事前预防措施，是中小股东权利保护体系中的第一道防线。股东大会制度中最重要的问题有4个：第一，表决权制度是如何设定的，除了一股一票制度外，是否还有其他的投票制度？第二，股东大会决策哪些内容？第三，谁有权召集股东大会？第四，股东大会和董事会的权力界限是什么？

### 5.2.1 股东大会的投票制度

在股东大会中最重要的就是关于投票制度的设计，关于这方面的内容已经在第4章详细讨论过。需要强调的是，股东大会的表决权体系是以一股一票、资本多数决为基础，同时采用累积投票制度、股东表决权排除制度和委托代理投票制度。

其中，累积投票制度、股东表决权排除制度和委托代理投票制度主旨就是为了加强对中小股东的保护，但是要想在股东大会中有效使用，必须在公司章程中提前约定。

### 5.2.2 股东大会的权限

股东大会应该管哪些事情？由于股东大会开一次并不容易，尤其是上市公司可能就是一年一次，因此不能将所有的鸡毛蒜皮小事都由股东大会来讨论，股东大会应该关心企业的大事，那么哪些是大事呢？这里有两个判断标准，首先上股东大会讨论的内容应该是涉及股东价值和风险驱动的因素。企业中符合这个条件的事情是相当多的，所以还要由第二个标准来筛除掉一些不值得上股东大会讨论的事项。其次，如果这些事由管理层或董事会来决策的话可能会损害股东的利益，那么这些事项的最终决策权只能是股东大会。

具体来说，股东大会决策的内容都是对企业比较重要的。从人权的角度来看，股东大会决策的内容包括：对于董事、监事、清算人的选任、解聘及其报酬和支付方式，要由股东大会以决议的形式予以决定；补选董事、监事，以及董事会与监事会的改选等，要通过表决的形式予以确定。

从财权的角度来看，股东大会最重要的就是要讨论上一年度的利润分配或亏损弥补方案、本年度财务预算决算方案以及重大投资计划等。具体来说，

需要上股东大会讨论的财权还包括：审议和批准董事所编制的会计表册、清算人所提交的各项表册；审议和批准关于缔结、终止、变更有关出租、委托经营和联营的合同；审议和批准因经营需要而让与公司全部或主要部分的营业或财产；审议和批准受让他人全部营业或财产；对公司增加或者减少资本作出决议；对发行公司债券作出决议。

从事权的角度来看，股东大会决策的内容包括：决定公司的经营方针和投资计划；变更公司章程；公司的解散、合并与分立等对公司有重大影响的事项；对经理人的股权激励计划；以股利的全部或部分发行新股。

股东大会是股东行使权力的主要渠道，对上市公司的中小股民来说可能是唯一渠道，因此，股东大会制度就成为经理人道德风险防线的第一道防线。股东大会对经理人进行威慑的治理逻辑是，股东如果对经理人和董事会不满，就会在股东大会上通过投票来改选董事会，并对公司的大政方针进行决策，迫使董事会对经理人员施加压力，来实现他们的利益诉求。

需要指出的是，股东大会制度对经理人的治理是间接的，从法律上看，股东没有权利直接换调工作能力不强的经理人，但股东可以通过手里投票权威胁董事会，使董事会更加关心股东的诉求，按照股东的意愿对经理人进行监控和激励。

### 5.2.3 谁可以召集股东大会

股东大会是公司的非常设机构，是按照《公司法》或公司章程的规定定期召集的。一般来说，年度股东大会一年召集一次，临时股东大会视情况而定。

#### （1）关于年度股东大会的召集

年度股东大会是每年必须按照法律要求召开的会议，新《公司法》第101条规定：股份有限公司“股东大会应当每年召开一次年会”。年度股东大会的

主要议题是讨论决定公司重要的常规性事务：公司董事在大会上向股东通报公司的经营业绩或未来前景；股东就董事会选举和重大的公司决策进行投票；审议和批准年度财务预算决算方案、年度利润分配或亏损弥补方案、重大投资计划等。

对于上市公司来说，年度股东大会是强制性的，证监会 2006 年发布的《上市公司股东大会规则》第 4 条规定：“年度股东大会每年召开一次，应当于上一会计年度结束后的 6 个月内举行。上市公司在上述期限内不能召开股东大会的，应当报告公司所在地中国证监会派出机构和公司股票挂牌交易的证券交易所，说明原因并公告。”同时第 46 条规定：“在本规则规定期限内，上市公司无正当理由不召开股东大会的，证券交易所所有权对该公司挂牌交易的股票及衍生品种予以停牌，并要求董事会作出解释并公告。”

我国《公司法》规定，年度股东大会的召开由公司董事会决定，并由董事会负责召集。会议由公司董事会的董事长主持，董事长主持股东大会方面的基本职责是：组织会议，维持会议秩序，掌握会议进程并组织会议对各项决议草案进行讨论，然后提请股东大会分别对各项决议草案进行表决。

董事会的全体董事对于股东大会的召开负有诚信责任，股东大会会议的具体主持人应为公司的董事长。董事长因特殊原因不能履行职责时，由董事长指定的副董事长或者其他董事主持。董事会、董事长和任何股东大会的主持人都不得因私人利益而阻碍股东大会依法履行职权。

董事会在召集股东大会时，应当在会议召开的 20 日以前将会议所要审议的事项通知各股东。如果公司董事会所召集的是临时股东大会，会议不得对会议通知中未列明或未通知的事项作出决议。如果作出决议，则视作自始无效。

发行无记名股票的股份有限公司召集股东大会，董事会应当在股东大会召开的 30 日以前将股东大会所要审议的事项作出公告。也就是说，要以公告的

形式在股东大会会议召开 30 日之前将会议所要审议的事项通知股东。无记名股票的股东若要参加股东大会，必须在股东大会召开 5 日之前将股票至股东大会闭会时止交存于股份有限公司。

## （2）临时股东大会

临时股东大会是指在两次年度股东大会之间因出现法定事由时而召开的股东大会。按《公司法》第 101 条的规定：“公司遇有下列情形之一时，股份有限公司应当在两个月内召开临时股东大会：①董事人数不足《公司法》规定的人数或者公司章程所定人数的 2/3 时；②公司未弥补的亏损达股本总额的 1/3 时；③单独或者合计持有公司股份 10% 以上的股东请求时；④董事会认为必要时；⑤监事会提议召开时；⑥公司章程规定的其他情形。”

股东大会是中小股东发表意见、维护自身权益的重要平台，有无大会召集请求权和召集权至关重要。确保股东大会尤其是临时股东大会的及时召集，对于股东大会制度这道经理人道德风险的防线能否真正起作用是最重要的。按照各国公司法的规定，股东大会一般由董事会召集。一般而言，董事会对年度大会的召开肯定不会也不敢懈怠、拖延或阻挠，因为如果董事会不及时召集股东大会，就会遭受惩罚。但在实践操作中，由于一些董事会、大股东和经理人往往会“勾结”在一起，共同侵害公司或小股东的利益。这时，董事会很可能就不召集“本应该举行”的临时股东大会。为防止董事会滥用这一权利，法律必须采取有效措施予以制约和弥补。因此，除董事会之外，我国的《公司法》和相关法律法规赋予独立董事、监事会和股东提议召集和召集股东大会的权力。其中，赋予股东和监事会的权力较大，在董事会不同意的情况下，可以自行召集股东大会；独立董事的权力相对较小，只是赋予了上市公司的独立董事召开临时股东大会的提议权。

根据我国《公司法》第 41 条针对有限责任公司、第 102 条针对股份有限公司规定，股份公司股东大会的召集权一般情况下属于董事会，然而，如果

董事会“不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的，监事会应当及时召集和主持；监事会不召集和主持的，连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上的股份的股东可以自行召集和主持”。这样，赋予小股东与董事会平等召集股东大会的权利，就有利于打破董事会对召集临时股东大会的垄断，从而达到保护中小股东和公司的合法权益。

《上市公司股东大会规则》第6条到第12条对股东大会的召集人、召集程序、实施办法做了细致的规定，所有的出发点都是为了让股东大会制度成为遏制大股东、董事会和经理人“黑”中小股东的行为。其中，第7条规定了独立董事有权向董事会提议召开临时股东大会。而且第7条和第8条规定，对独立董事和监事会要求召开临时股东大会的提议，董事会应当根据法律、行政法规和公司章程的规定，在收到提议后10日内提出同意或不同意召开临时股东大会的书面反馈意见。董事会同意召开临时股东大会的，应当在作出董事会决议后的5日内发出召开股东大会的通知。对于独立董事提议召开的临时股东大会，董事会不同意召开，则应当说明理由并公告；对于监事会要求召开的临时股东大会，董事会不同意的，或者在收到提议后10日内未作出书面反馈的，视为董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责，监事会可以自行召集和主持。

《公司法》对股东自行召集股东大会的程序未作出明确规定，但根据《上市公司股东大会规则》第10条的规定，股东自行召集股东大会的应履行以下程序：“单独或者合计持有公司10%以上股份的股东有权向董事会请求召开临时股东大会，并应当以书面形式向董事会提出。董事会应当根据法律、行政法规和公司章程的规定，在收到请求后10日内提出同意或不同意召开临时股东大会的书面反馈意见。董事会同意召开临时股东大会的，应当在作出董事会决议后的5日内发出召开股东大会的通知，通知中对原请求的变更，应当征得相关股东的同意。董事会不同意召开临时股东大会，或者在收到请求

后 10 日内未作出反馈的，单独或者合计持有公司 10% 以上股份的股东有权向监事会提议召开临时股东大会，并应当以书面形式向监事会提出请求。监事会同意召开临时股东大会的，应在收到请求 5 日内发出召开股东大会的通知，通知中对原请求的变更，应当征得相关股东的同意。监事会未在规定期限内发出股东大会通知的，视为监事会不召集和主持股东大会，连续 90 日以上单独或者合计持有公司 10% 以上股份的股东可以自行召集和主持。”

《上市公司股东大会规则》第 11 条和第 12 条的规定，为股东和监事会召集临时股东大会提供了物质和制度保障。监事会或股东自行召集的临时股东大会，董事会和董事会秘书必须给予配合，而且会议所必需的费用由上市公司承担。

以上的这些法律法规使得股东尤其是小股东真正有可能将股东大会作为防止大股东、董事会和经理人“黑”自己的一种武器。

#### 5.2.4 股东大会和董事会的权力界限

股东大会和董事会的权力界限是什么？股东大会和董事会谁的权力大？这个问题也可以这样问，我国上市公司的股东大会权力大还是美国上市公司的股东大会权力大？或者是我国上市公司的董事会权力大还是美国上市公司的董事会权力大？

我在 EMBA 班或者是 EDP 班上问这个问题的时候，有些同学问答：“应该是美国的股东大会权力大吧！”这时我会对他们说：“外国的月亮不一定比中国圆！其实这个问题的答案并没有好坏之分，只不过是规则不同而已。在美国，法律将绝大部分权力留给了董事会，呈现出典型的董事会中心主义。也就是说，美国上市公司的权力中心在董事会。而我国的公司法将一些重要的权力留在股东大会，更加强调股东大会对董事会的制衡作用。因此，我国

上市公司的股东权力大于美国上市公司的股东大会；当然美国上市公司的董事会权力大于中国上市公司的董事会。”

关于这一点，我们从国美之争中可以看比较清楚。在 2010 年国美之争的过程中，很多公司治理和法律专家的评论都有这样一句话：“这是在香港《公司法》框架下演绎的故事，如果是在内地，故事将是另一个版本。”这种描述并不是说香港的《公司法》先进，只是说明不同规则下大家的做法不同而已。香港的法律体系属于普通法系，在普通法系下，虽然股东大会也是名义上的最高权力机关，但实际上由于资本市场上的各种制度使得当大股东的成本较大，因此，上市公司中没有人愿意做大股东，这就导致了股权高度分散。这时法律就相应地做出了调整，从股东绝对主义转向股东相对主权主义，董事会的地位得到彰显，董事会成为公司的权力中心。董事会不仅享有法律和章程规定的代表公司、管理公司的权力，而且还享有法律或章程未明确授予股东大会的余权。“凡公司能干的，董事就能干”，英美法系判例中的这一格言充分彰显了董事会在公司机关中的核心地位。

### 【案例 5.2】国美之争中，股东大会和董事会谁说了算<sup>①</sup>

在轰轰烈烈的国美争夺战中，有三件事情是令熟悉我国《公司法》的观众想不通的，那就是董事会的权力为什么会如此之大，甚至大过股东大会。

#### （1）董事会为什么能推翻股东大会的决议？

国美争夺战的正式打响是在 2010 年 5 月 11 日的国美年度股东大会上，黄光裕的代表出人意料的连投反对票，否决了 12 项决议中的 5 项，其中包括来自贝恩的 3 位非执行董事的任命。

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）互联网资料；（2）冯禹丁．国美案的五个追问 [J]．商务周刊，2010（19）；（3）伊西科．国美刀光剑影 50 天 [J]．商务周刊，2010（19）．

面对黄光裕的突然发难，国美董事会连夜召开紧急会议，以“投票结果并没有真正反映大部分股东的意愿”为由，否决了股东大会的相关决议，重新委任贝恩的3名前任董事进入国美董事会。董事会推翻股东大会的决议，这一明显违背公司治理常识但并不违反国美公司章程的事件，使得国美内部大股东与董事会的矛盾第一次被公之于众。

这种事情在我国上市公司中是不可能发生的，因为属于大陆法系的《公司法》中规定，股东大会是公司最高权力机构，“执行股东大会的决议”是明确规定的董事会主要职责之一。但是国美的注册地在百慕大群岛，上市地点在我国香港，这两地均属于英美法系。而英美法系则奉行“董事会中心制”，即除了股东大会保留的，董事会具有一切权力。而且在百慕大注册的公司一般只需备案一个很简单的、“大纲似的”公司章程，真正的公司章程往往是不在政府部门备案的，法律对公司章程干涉也很少。

国美董事会推翻股东大会的决议，其依据的正是国美电器公司章程中的条款：“股东大会授权公司董事会有权在不经股东大会同意的情况下任命公司非执行董事，直至下一届股东大会投票表决。”需要注意的是，以上章程授权的范畴，并未明确在股东大会已经形成决议的情况下，董事会是否有权对此决议进行否定。国美董事会当天的再否决，正是根据英美法系“未明确禁止即合规”的原则。

## （2）旧部为何反戈一击？

陈晓作为一个公司被并购后的外来人，居然获得了黄光裕旧部的支持，这是为什么呢？是黄光裕做人失败吗？

陈晓2006年年底随着国美并购永乐而进入国美出任总裁，但由于黄光裕成立的“决策委员会”独立于总裁之外，总裁实际权力被架空。2008年下半年，由于觉得身处“黄光裕体系”内难以施展才华，陈晓一度曾想离开国美。

但是当国美控制权争夺战打响时，黄光裕一手提拔的兄弟们却反戈一击，

大都选择与陈晓组成攻守同盟。2010年5月11日晚上的国美电器董事会上，王俊洲、魏秋立、孙一丁均对重新任命贝恩投资的3位非执行董事投了赞成票，直接否决了白天大股东的反对票。王俊洲对于黄光裕要求陈晓“下课”表态说：“这是一个非常令人失望之举。”孙一丁也表示，对黄光裕的做法“觉得挺遗憾”。贝恩的竺稼也曾在8月初对媒体表示，“目前管理层中已没有任何一人再亲近黄光裕。”

8月12日上午在鹏润大厦7层会议室，国美4位副总裁孙一丁、李俊涛、牟贵先、何阳青及财务总监方巍与媒体交流，他们共同回应了黄光裕家族对公司经营及引进战略投资者的种种质疑，表态将与陈晓“共进退”。“如果公司没有未来，我们也就没有留下来的必要。”这是被外界称为“被争夺的第三方”的重要成员在黄陈公开闹翻后第一次公开亮相，事后媒体对此报道的新闻标题多是国美五高管“力挺陈晓”。

黄光裕家族“是真没想到”在争夺控制权的关键时候，高管层会站在陈晓一边。那么，黄光裕的旧部为何会倒戈背叛呢？黄光裕家族对此的解释有3点原因：利益捆绑和期权“金手铐”的诱惑；一审黄光裕被判14年，一些高管觉得没了盼头；陈晓把控了董事会，“识时务”的氛围裹挟了高管意志。

媒体对此的解释是除了利益捆绑和期权“金手铐”的诱惑之外，黄光裕的个人性格过于强势和多疑应该也是让“被疑的臣子不得不反”的重要因素。据说，在8月份向陈晓发出辞职通牒之前，黄光裕还曾经给高管层写过一封信，那封信针对所有人，含有指责、威胁的意思，一下子把高管都得罪了。按照黄光裕的个性，这并不奇怪。黄光裕一向采取家族式威权管理，即使是魏秋立、周亚飞这样的近臣，也免不了时常被训斥。早年黄光裕的妹夫、国美副总裁张志铭因功高盖主而被罢黜，只得转战地产行业。另一位国美干将、副总裁何炬也在国美历经沉浮，最终以“悲惨的方式”被黄光裕“踢”出家电零售业，让其他高管心寒。在贝恩入资国美之前，国美的投资人华平也曾

有机会增持国美股份，但他选择了退出，其派驻国美的非执行董事孙强也退出了董事会。据说原因也是黄家太强势，不好打交道。

与黄光裕的强势形成鲜明对比的是，陈晓的领导风格较为随和，尊重属下，并善于分享权力，比如他多次在新闻发布会上向王俊洲请教，并公开评价王俊洲有着超强执行力，国美电器没有其他人比他更胜任总裁一职。王俊洲也投桃报李地誉美陈晓，“一直以来都是一个出色的有感染力的领袖人物，值得信赖的同事和亲密朋友”。

虽然不同立场的人对此事产生原因的分析各有不同，但最主要的原因是陈晓在2009年7月7日，通过股票期权激励计划拉拢黄光裕旧部。按照国美董事会授予的股票期权计划，国美部分董事及高管可认购国美发行的3.83亿股新股，共惠及105人，授予价格1.9港元。其中，陈晓2200万股，王俊洲2000万股，李俊涛1800万股，魏秋立1800万股，孙一丁1300万股。在此之前，国美除陈晓之外的所有高管无人享有股权。

黄光裕家族事后在公开信中指责董事会的这一激励方案是“慷大股东之慨”，且这个方案没有征求大股东的同意，并对于期权推出的时机、动机、具体分配比例、公平性和合理性持异议，但强调从来没有反对过公司股权激励的制度设计，并在之后提出更广泛的股权激励方案。

黄光裕家族既然反对，那为什么不能阻止该股权激励计划的实施呢？这是由于2006年国美的公司章程在修改中，将授予股权激励的权力作为“一般授权”给了董事会。那么，国美对经理人的股权激励计划只要董事会批准就可以了，无须再上报股东大会。这一点和我国的情况是很不一样的，中国上市公司的股权激励计划必须经股东大会批准，而且即使修改公司章程，也是不可以将该权力授给董事会的。

### （3）为何不能阻止贝恩的融资协议？

黄光裕入狱后，国美受到重创，资金链吃紧，陈晓代表董事会引进了贝

恩，设计了约合人民币 15.9 亿元的可转债融资方案，并签署了对国美和黄光裕家族而言非常苛刻的绑定条款：①陈晓的董事会主席至少任期 3 年以上；②确保贝恩的 3 名非执行董事和 1 名独立董事进入国美董事会；③陈晓、王俊洲、魏秋立 3 名执行董事中至少两名不被免职；④陈晓以个人名义为国美做贷款担保，如果离职将很可能触及违约条款。以上事项一旦违约，贝恩就有权要求国美以 1.5 倍的代价即 24 亿元赎回可转债。

贝恩仅仅拥有不到 10% 股权的出资比例，却在 11 人董事会中绑定了 4 席自己的人选，另外还有 3 位核心高管被至少绑定 2 人。也就是说，根据该条款，贝恩可能的“一致行动人”就超过了董事会半数，那么这就无异于掌控了公司的董事会。“绑定”条款过于苛刻，一个融资协议把人捆绑得这么紧、额度这么大的条款不是一个正常的商业交易。为什么黄光裕家族不反对呢？

据黄光裕家族的发言人说，就是在陈晓开始与贝恩谈判时，陈晓就切断了与黄光裕的沟通。黄光裕家族也积极想要参与到融资事宜中，他们向陈晓推荐了两家本土投资人。而且当时与国美传出“绯闻”的，还有中信资本、凯雷、KKR、华平、厚朴投资、复星资本等多家机构。有些机构入资条件比贝恩优厚得多，但董事会就锁定了贝恩。

而且比较过分的是，陈晓也承认，在融资过程中，由于这份融资协议的具体条款受“只能传个条子进去”的客观原因限制，也就没有知会大股东黄光裕。但事实上，在一张“条子”里记录下苛刻条款和融资额度等信息，再通过律师传递给黄光裕，其实也是很容易的。

但为什么黄光裕家族对此无能为力呢？这就是因为在英美法系下，在公司章程没有明确约定的时候，董事会只需对股东大会负责，就具体的融资事宜，董事会没有和股东沟通的法律义务，可以直接做主。

#### （4）黄光裕作茧自缚！

比较讽刺的是，董事会拥有比股东大会大得多的权力这一治理结构，除了

英美法系以董事会为中心这一客观事实之外，一个更加重要的原因正是当初集大股东、决策者和执行者于一身的黄光裕一手塑造的。

首先，为了方便和自由地掌控公司，选择在英美法系下的百慕大注册、我国香港上市，是黄光裕的决定。

其次，2004年和2006年，国美电器65%股权和35%股权两次借壳上市之后，黄光裕家族一度持有超过75%的国美股份，正是在这一时期，凭借其“绝对控股”地位，黄光裕多次修改公司章程。2006年，国美股东大会对公司章程进行了一次最为重大的修改：无须股东大会批准，董事会可以随时调整董事会结构，包括随时任免、增减董事，且不受人数限制；董事会还获得了大幅度的扩大股本的“一般授权”，包括供股（老股东同比例认购）、定向增发以及对管理层、员工实施各种期权、股权激励等；董事会还可以订立各种与董事会成员“有重大利益相关”的合同。

黄光裕将英美法系下股东大会原本就不多的权力通过公司章程授予给了董事会，其目无非是当自己股份减少时，还可以牢牢掌握公司的权力，以方便自己进行一系列“资本运作”。2004—2008年间，黄光裕通过配售、上市公司回购等各种方式，累计从国美套现近100亿港元；他收购大中电器、三联商社所用资金，也自国美拆借而来。在这期间，黄光裕通过董事会架空了股东大会，侵占了其他股东的利益。

千算万算，黄光裕唯一没有算到的是，自己有一天会“进去”，董事会被陈晓控制了。因此，国美之争中，与其说陈晓“黑”了黄光裕，还不如说黄光裕被自己制定的这一套游戏规则所“黑”。

理解不同公司法框架下股东大会和董事会的权力界限是很重要的，尤其是对于在IPO并购重组过程中控制权的安排。比如一家公司如果在美国、英国和我国香港的资本市场上市，并不需要做大股东，只要将董事局主席的位

置拿到就基本上掌控了公司。这是因为在这些资本市场上由于存在做空、举证倒置、集体诉讼等制度，本身做大股东的成本就比较大；而且英美法系下，权力中心是董事会，如果一个人做了董事局主席，再通过公司章程将一些股东大会的权力授予董事会，那么掌握董事会实际上就掌握了公司。当然，如果这个人同时兼任 CEO，那么他对公司的控制力就更强。

在我国，上市公司的股东大会权力是比较大的，而且只有好处，没有成本。因此，从控制权的角度来看，在我国上市公司当不当董事长和 CEO 并不是很重要，只要当了大股东，便能保证对公司的控制权。

### 5.2.5 股东大会中的一支特殊力量：机构投资者

各国法律都将股东大会规定为股东主权的象征，是股东对公司进行直接控制的法定机关。但在实践中，具有象征意义的股东大会要么被董事会和经营者架空，要么被大股东把持，股东大会本身完全形式化、空洞化。这一点无论是在股权较为分散的英美国家，还是在股权比较集中的欧洲和亚洲，都是一样的。不同的是，在英美法系国家，股东大会被董事会和经理人架空；在欧洲和亚洲国家，股东大会被大股东所把控。股东大会制度作为经理人道德风险第一道防线的作用难以得到发挥，这种现象被称为股东大会的空壳化。

股东大会空壳化的一个主要原因就是小股东不愿参加股东大会。即使是在股权高度分散的美国上市公司，作为一种理性选择，小股东是不愿意参加股东大会的。因为每个小股东持有的股份少，在股东大会上自己的声音比较微弱，自己是否投票对公司经营决策没有任何影响。而且参加股东大会还要付出差旅费、时间精力等成本，这种情况下，小股东就不会参加股东大会用手投票。而是在对公司的董事会和管理层不满时，会选择用脚投票——卖了股票走人。

个人投资者势单力薄，不能通过股东大会有效地控制管理层，人们很自然地就将注意力转移到一种特殊的股东——机构投资者。自20世纪90年代以来，机构投资者开始积极参与改进公司治理，被人们视为上市公司的大救星。那么，机构投资者能否肩负起此重担呢？

### （1）机构投资者的力量

所谓机构投资者，是指把单个投资者、单个机构或者团体组织的资金积聚起来，并代表这些分散投资者进行投资的法人机构。机构投资者在世界范围内存在，但主要还是一种英国和美国现象。最主要的金融类机构投资者是养老基金和保险资金，当然，也包括投资银行和共同基金。

机构投资者的出现是社会保障体系发展的结果。市场保障体系实际上就是政府市场化进程中推行的一种社会安全网，用来校正市场体系的自由和创新必然带来的动荡和不安全后果。<sup>①</sup>那么，如何有效率地使用筹集到的社会保障资金，使其安全的保值增值，这对于整个社会都是具有重要意义的。机构投资者就是在这样的背景下出现了。从20世纪90年代中期开始，美国的机构投资者所持有的市值首次超过个人投资者，代表了股东结构的根本变化。

以养老基金和保险资金为主的机构投资者，其投资策略中首先强调的是尽量安全。因此，国债等产品成为其首选；其次，股票市场中主要选择指数股和蓝筹股。在20世纪90年代之前，机构投资者在股市上基本是遵循华尔街的基本准则——用脚投票。但是，随着机构投资者持有的股票越来越多，用脚投票制度不再适用，因为这个时候会出现“套牢效应”。一个大的机构投资者同时持有上百家甚至几百家公司的股票，而且持有量远远大于个人投资者的持有量，一旦公司出问题就抛售股票，这就会给该机构投资者带来较大的损失。如果公司真的出问题了，股票还能卖给谁，如果非得卖，那就真

---

① 仲继银. 董事会与公司治理 [M]. 北京: 中国发展出版社, 2009: 361.

的是“割肉价”了。这一点和我国股票市场上的股民比较像，即炒股炒成了股东。

既然被套牢了，那就开口说话吧，在 20 世纪 90 年代之后，大部分机构投资者开始用手投票。这些机构投资者开始介入公司治理，发挥自己对管理层的影响。机构投资者关心的内容是，董事会结构是否合理、独立董事的人数、董事局主席与 CEO 两职是否分离、经理人的报酬结构是否合理。

机构投资者施加影响的方式主要有 4 种：第一，以口头或书面的方式直接与董事会沟通，要求董事会或者管理层在公司的战略或管理上改变，寻求直接介入对公司的监控；第二，在年度股东大会上提交议案，直接干涉企业的公司治理；第三，通过代理投票征集投票权，在股东大会直接用手投票，直接影响董事会和管理层的提案是否能够通过；第四，如果对董事会和管理层不满，甚至会召集临时股东大会，提议更换董事会或管理层。

机构投资者介入公司治理的效果无疑是正面的。在股份较为分散的美国股票市场，机构投资者持有公司的股份较多，在股东大会上的话语权就很大，他们在股东大会上的态度就直接影响董事会和管理层的提案能否通过甚至影响董事会成员和管理层能否继续留任。因此，对于积极参与公司治理的机构投资者的意见，董事会和管理层都非常重视。为了避免在股东大会出现对峙的僵局，董事会或管理层事前就会与机构投资者私下进行磋商和谈判，争取在大多数问题上达成一致。

从投资的成本和收益角度看，积极参与公司治理对机构投资者来说也是非常划算的。对于个体投资者来说，即使资金再多，也是无法和机构投资者相比的，他们持有股票的数目和数量都是有限的，在有限的财力下不可能专门聘请一个团队对所投资的股票进行分析，然后积极地参加公司治理。因为这对于个体投资者来说成本太大了。但是这对于机构投资者来说根本不是问题，机构投资者的资金至少是以数十亿计算，他们的资金雄厚，而且持有众多公

司的股票，可以招聘大量的金融人才，专业地参与到公司治理活动中，在参与公司治理中积累可以通用的最佳做法和基本准则，在试点公司试验获得成功后，就可以将这些积累的成功经验移植到其所投资的其他公司中去，这种经验分享的做法减少了机构投资者参与公司治理的单位成本，使得机构投资者参与公司治理活动的总体和长期收益将远远大于成本。而且，机构投资者投资组合中的公司越多，治理知识和治理经验在公司间移植的效率就越高，就会出现投资的“规模效应”。

## （2）以公司治理为驱动的机构投资者

尝到积极参与公司治理的甜头后，美国的机构投资者纷纷开始用手投票，掀起了股东主权运动，旗帜鲜明地要求公司重视股东权益，重视投资者关系，使股东大会名实相符。参与公司治理中最著名和最积极的代表机构有 CalPERS（加州公职人员退休基金）、TIAA-CREF（教师保险与年金协会——大学退休证券基金），他们都是从用脚投票者成为积极的公司治理结构参与者的。

机构投资者在股东主权运动中的成果主要有以下 3 个：

- 将众多不合格的管理层赶下台；
- 发布各种指引，倡导市场推动的公司治理标准和样式；
- 倡导并实践以公司治理为导向的投资战略。

20 世纪 90 年代，由于业绩低下，而且又漠视股东权益等原因，美国运通、博登公司、通用汽车、柯达公司、西屋电气和 IBM 等顶尖公司的管理层在机构投资者的压力下被解聘、辞职和提前退休。

机构投资者在股东主权运动中的另一个贡献就是不遗余力地推行市场推动的公司治理标准和模式，这体现在两个方面：首先是对市场认可的公司治

理标准大力推广；其次，各个机构投资者纷纷制定各种各样的公司治理指引、标准或原则等来推动治理标准的推广。比如，在股东主权运动的压力下，通用汽车公司于 1994 年发布了《通用汽车董事会关于公司治理中一些重大事项的指引》。这一指引被市场认为是一个市场推动的公司治理标准和样式的范例，受到 CalPERS 的认可和欢迎。CalPERS 要求其所投资的 300 多家上市公司学习“通用指引”，进行类似的公司治理评估。CalPERS 认为，虽然具体的治理模式会因行业 and 公司的不同而不同，但是通用指引中所体现的要求董事会进行自我评估和董事会结构审查对于任何企业都是有好处的。

除此之外，CalPERS 还制定了《公司治理核心原则和指南》《国内委托投票指南》《全球公司治理原则》《国际委托投票指南》，而且 CII（美国机构投资者理事会）也制定了《公司治理核心政策》。机构投资者制定的这些文件具有非常好的市场导向作用，他们阐述了其在若干公司治理问题上的投票立场。其基本立场是该公司的公司治理结构要关注股东的长期价值，提高财务信息透明度，反对歧视小股东，管理层必须对股东负责。

股东主权运动中的第三个成果就是出现一批坚持公司治理导向驱动战略的机构投资者，其中最著名的有 LENS 基金和巴菲特等。LENS 基金被称为第一家公司治理基金，他的投资原则是不仅要关注财务评价，而且还要关注公司治理评价。具体来说，就是要从诸多的备选公司中选择价值被低估（财务评价角度）和可以通过公司治理提高价值（公司治理角度）的公司。一旦投资后，就会以股东的身份积极地参与到企业的公司治理活动中，帮助企业提高公司治理的效率。

### （3）我国的机构投资者能起多大的作用

上述所讲的是美国机构投资者所起的作用，美国的机构投资者积极地介入公司治理是有其制度环境原因的。美国资本市场上对信息披露的要求是非常严格的，而且实际操作中信息披露也基本上是透明的；美国资本市场对内幕

交易有一套严厉而且完整的查处机制；美国的机构投资者自身治理结构比较健全。在这样的制度环境下，机构投资者刚好处于大股东过度控制上市公司和小股东只关心跟风炒作并不关心上市公司价值增长这两个极端的中间，而他们还有能力深入分析并介入上市公司治理的投资者。因此，当简单地用脚投票不能确保自身获益，他们当然要关注公司治理、介入公司治理甚至坚持以公司治理为导向的投资战略。

缺乏以上的制度环境，机构投资者是很难真正成为积极的公司治理投资者。比如，以持股数量而论，美国的机构投资者是世界第二，而英国才是世界第一，但是由于缺乏相似的制度环境，英国的机构投资者基本上都是被动投资者，并没有积极介入公司治理结构，主要还是采用用脚投票，在股东大会的影响力有限。

他山之石可以攻玉吗？我国的机构投资者能否起到美国投资者的作用呢？随着我国资本市场的发展，机构投资者正处于蓬勃发展阶段。但是，由于机构投资者自身成长不足、制度环境缺失、大股东太大这3个原因，他们还很难在公司治理中有所作为。

从机构投资者自身来看，他们多数是综合型基金，其规模以及在股票市场上所占份额还比较小，自身公司治理结构还不是很规范，也没有形成独特的符合市场需要的运作风格。而且我国股票市场上一股独大，控制权往往牢牢地掌握在实际控制人手里，机构顶多是一个“中”股东，其持有的股票难以威胁到大股东的控制权，不可能对公司的战略决策和监督管理产生太大的影响力。另外，我国资本市场上由于关键性制度的缺失，信息披露方面难以做到“透明”。因此，机构投资者更多的是依靠新股配售甚至是联合坐庄炒作股票来获利，以达到“跑赢大市”的目的。更有甚者，在缺乏监管的股票市场，一些机构投资者更关心如何利用“小道消息”“内幕消息”获取暴利，因此，内幕交易和“老鼠仓”事件层出不穷。

#### （4）我国机构投资者参与公司治理的路径选择

要成为以公司治理为导向的战略投资者，我国机构投资者的路还很漫长。首先是监管部门应该从改善制度环境的角度进行创新，确确实实引进做空机制、举证倒置和集体诉讼制度以及惩罚性赔偿等制度并落实，让“价值投资”真正可行，才有可能使得机构投资者有积极性参与公司治理。虽然制度环境的改善与创新并不是一朝一夕的事，但可喜的是，证监会已经朝这个方向努力了，而且证监会也非常鼓励机构投资者参与公司治理。那么，接下来的事就是机构投资者如何参与公司治理，如何通过执行一种以公司治理为导向的投资战略而稳定、安全地获利的问题了。对于目前基本上是以投机操作为主的市场，谁先率先转型为公司治理导向的战略投资者，谁就会主导未来的我国资本市场。那么，机构投资者如何实现转型呢？

近几年刚刚介入公司治理的我国机构投资者，与美国的 CalPERS 和 LENS 基金比起来，还有许多事情要做。具体来说，可以从 5 个方向着手介入公司治理。

- 要关注一般性的公司治理，比如关联交易、信息披露、董事会的独立性等方面。股东、董事和经理人之间关系是否融洽而且相互制衡，所有的关联交易是否已经充分披露而且在决策时采用了股东表决权排除制度；公司的信息披露是否按照证监会的要求做到及时、全面和准确，不存在报喜不报忧、选择性披露、误导投资者的现象；董事会从独立董事人数、议事规则等方面是否确保了董事会整体的独立性。如果对以上问题的回答都是“是”的话，至少表明在一般公司治理中该公司做得到位，具有投资价值。
- 要关注行业公司治理比较。单从一家公司的治理情况其实并不好判断好与坏，这时候，机构投资者可以联合起来，对某个或某几个行业的

公司治理状况进行调研，发布公司治理现状的报告以及行业的公司治理指引。督促自己所投资的企业向行业公司治理的标准靠拢，增加企业的投资价值。

- 要关注企业的战略执行系统。判断一个企业的公司治理是否适合该企业的标准是，公司治理制度是否有效地促进了企业的战略实现。
- 要关注内部控制体系。内控体系是公司治理的核心内容，是防止大股东、董事会和经理人侵害其他股东利益的关键制度。内控体系健全而且高效，就意味着股东的资产会得到有效的保护，公司从公司治理角度看就具有投资价值。
- 要关注经理人的股权激励计划。股权激励计划是将经理人利益和股东利益、公司利益进行长期捆绑的制度。股权激励计划设计得是否科学，直接涉及经理人团队能否为企业创造价值而长期奋斗。近年来，是否有一个科学合理的管权激励计划成为公司是否具有投资价值的—一个重要标准。

从以上 5 个方向参与到公司治理，对于我国机构投资者来说是现实可行的。而且如果真正将这 5 个方面做到位，机构投资者可能就变成了以公司治理为导向的战略投资者。

### 5.3 第二道基本防线：董事会制度

董事会制度是经理人风险的五道基本防线中最核心的防线。虽然股东可以通过股东大会制度对经理人施加压力，但是它起到的作用是间接的。而董事会制度直接选择、聘任和解雇经理人，并直接决定经理人的报酬，董事会对

经理人的监督和威慑是直接的，而且效果也是最好的。信息披露制度、独立的外部审计制度和公司外部治理结构的作用要真正发挥，也同样依赖董事会的高效运作。

因此，董事会制度对于企业从“人管人”到“制度管人”中发挥着重要的作用，某种意义上讲，如果没有一个高效的董事会，“制度管人”只能是空谈。这一点不光是对现代大型股份公司（尤其是上市的大型公司）很重要，而且对于所有的所有权和经营权分离的公司也是非常重要的。

董事会在公司治理的约束机制中发挥着根本性的作用，是公司内控体系的核心所在。各国公司法都赋予董事会对公司的委任托管责任，董事会承担着聘用经理人、监督经理人以及重大经营决策等重大责任。但是，在我国的上市公司，长期以来董事会基本上没有对公司进行有效的领导和控制，更多的时候董事会成为一种摆设，为了应付法律的要求而设置。那么如何才能改变这种困境呢？

要想构建一个高效的董事会制度，我们就必须认识到董事会在本质上是解决“股东面对面监督经理人是困难的”这一经理人黑老板的问题根源，让监督变得容易一些。把握这种本质，再去梳理董事会制度是如何出现的、董事会的目的能否实现、董事会应该管什么事、谁可以做董事、高效董事会应该是一个什么样子等问题，我们就能够掌握董事会制度设计的逻辑和方法，让董事会制度在我国企业实现真正的落地。

### 5.3.1 为什么需要一个董事会

“为什么要成立董事会？”我每次在 EMBA 和 EDP 课堂上都会问同学。

许多同学回答说：“法律的要求。我们公司建董事会就是为了上市，不然我建董事会干吗？”

我接着会问：“那很多不上市的国有企业为什么也要建董事会呢？”

同学们回答：“那也是法律和国资委的要求。”

以上同学的回答不能说是错的，确确实实在当代，各国《公司法》都强制要求股份公司设置董事会，而且各国的证监会对上市公司的董事会设置也有具体而详细的要求。这些要求包括：董事会人数的最低和最高限制、独立董事的人数和比例限制、设置专业的委员会、董事会的权力、董事会的职责和义务等。

有人说，董事会的存在和权力是由法律规定的，法律制度的要求导致了公司董事会的设置，这种回答确实没有错。但是，比较片面。主要原因有两点：首先，从世界范围来看，董事会在企业中产生的时间远远早于法律要求和上市公司规制要求形成之前；其次，不仅仅是上市公司或者是大型股份公司，众多的非上市家族企业甚至很多营利机构都设置了董事会，或者是与董事会功能极其相似的理事会。因此，董事会制度的出现和存在，与企业自身发展规律有着重要的关系，在企业管理中发挥着重要的作用。

### （1）董事会的出现早于法律制度的形成

现代意义的公司起源于16世纪的英国，当时主要采取合伙制和特许公司的形式。英国最早董事会的雏形出现在伦敦弗吉尼亚公司和普利茅斯弗吉尼亚，这两家公司代表英国建立和处理北美殖民地的业务，成立于1600年。1603年，英国女王赋予这两家公司在北美建立殖民地的特权。这两家公司受到两家机构的控制：第一个机构是地方议会，在美洲大陆，负责英国在海外殖民地的具体商务活动，它对第二个位于伦敦、权力更大的机构负责。第二个机构在英国伦敦，叫作监督委员会，直接向英国女王负责。<sup>①</sup>地方议会实际

---

<sup>①</sup> 罗伯特·豪克斯，尼尔·米诺，高管商学院：公司治理[M]，李维安，译，北京：中国劳动社会保障出版社，2004：208。

上就是得到英国政府授权，作为一个集体来管理公司的，这就是董事会的雏形。随着公司由合伙制向股份公司制的过渡，地方议会就演变成了董事会，其成员作为股东代理人就拥有了一个新的身份——董事。

美国最早的董事会出现在汉密尔顿创办的 SUM 公司中。汉密尔顿是美国的经济之父，不仅在理论上设计出了美国的治理模式，而且在实践中还身体力行。1791 年 11 月，新泽西州立法机构通过了一项法案，也就是领导者汉密尔顿的 SUM（直译为“建立实用产品协会”）提案，允许该协会从事商品生产，产品范围从帆布到女鞋。汉密尔顿在 SUM 设置的董事会与今天大型股份公司的董事会非常相似。200 多年过去了，但是公司的董事会结构与组成基本上没有什么变化。SUM 的章程中规定“公司的事务由 13 名董事管理”，当今美国大公司的董事会一般在 11~15 人，无非是在 13 人的基础上增减 1~2 人。与此同时，汉密尔顿创建了一个早期的审计委员会，他设计了一个与董事会相分离的监督委员会，该委员会由 5 名股东组成。这 5 名股东一般是从竞选董事失败的候选人中挑选出来，他们有权查看公司账目，有权监督公司所有的业务。SUM 的董事和当今美国董事的来源一样，大都是商业精英。而且为了避免单一董事在职时间过长，SUM 的章程规定每年董事中的一部分人（少于 3/4）要进行更新，这和当今美国董事会的要求也是一致的。<sup>①</sup>

董事会在上述企业出现的时期，正是英国和美国的企业从合伙制企业向公司制企业转变的时期。实践证明，一个高效的董事会对于公司制企业是至关重要的，它是在股东所有权和对公司实际控制权分离的情况下，监督经理人、维护股东权利最有效的制度。正是看到这一点，英美两国的立法者在 19 世纪通过法律确认了公司制企业的注册和监管之后，纷纷通过立法要求股份公司

---

① 罗伯特·豪克斯，尼尔·米诺·高管商学院：公司治理 [M]．李维安，译．北京：中国劳动社会保障出版社，2004：208．

设立董事会，负责对经理人进行监督。在美国，19世纪初，立法者最先制定了有关设立有限公司的法规；1890年，《诺尔曼法》开始要求公司必须建立董事会制度；1943年，《示范公司法》规定，每个公司必须有董事会<sup>①</sup>。在英国，1844年，立法者制定了有关股份合作公司注册和监管的法规；1856年，作为英国第一个现代成型的公司法的《合股公司法》，对董事会制度有了初步的规定；1947年，《公司法》正式要求董事会是每个公司的必设机关。

## （2）美国的大学也有董事会

董事会制度是美国公司内部治理结构中的关键制度，由于董事会制度在大型企业中表现出非常高的管理效率，许多非营利机构都设置了董事会，并在组织机构的章程中规定了董事会的责任和工作原则。比如，教育界的人士在探讨为什么美国会拥有世界上最发达的高等教育、最庞大的世界一流大学群体的原因时，会将其最主要的原因归功于董事会制度。正因为有了董事会—校长—评议会（由教授组成）的权力制衡结构，美国的高校实现了真正的教授治学、校长治校。

美国大学的董事会无论是在职责、构成、功能等各个方面都和企业中的董事会非常像。董事会是美国大学的最高权力机构和决策机构，主要职责是审批学校的政策方针、确定办学方向、遴选大学校长、考核与监督大学校长、筹措办学经费、监督大学运行、确保大学财务安全等。董事会对校长的权力制约，如同公司董事会对CEO的制衡一样，校长是大学营运管理的权力中心，但是校长必须对董事会负责，接受董事会的问询和质疑。校长的选拔、任免以及报酬确定也是由董事会负责。不同于公司的权力制衡制度的是，有一个目的在于保护所有教师利益、对校长权力进行制约评议会。评议会基本上由教授组成，负责提出和制定学术政策，拥有绝大多数学术方面的决策权。

---

<sup>①</sup> 特例情况是“股东协议中有另外的约定”。

在美国大学，一门课程是否开设、一个教师是否得到晋升、一个教授是否能得到一个终身教职，不是由校长说了算，而是由评议机构说了算。

美国大学董事会的人员构成和公司董事会一样，并不是由大学内部人员构成。绝大多数都是由校外非学术人士构成，其中绝大多数是来自企业的 CEO、CFO 和 COO，以及律师等。这种主要由外部人士构成的董事会，有两个方面的好处：一方面，在决策涉及大学内部人士利益事件的时候，可以确保董事会的有效性；另一方面，外部董事熟知社会需求，可以带来外部视角，丰富董事会决策所需要的知识结构。

为了提高运作效率，美国的大学董事会也采用了专业化分工的委员会制度。有一些委员会和公司董事会的委员会设置是一样的，比如执行委员会、审计委员会、薪酬委员会、投资委员会等；有一些委员会也反映了大学的特点，比如学术事务委员会、学生委员会和校友关系委员会等。根据大学董事会的具体需要，常设委员会的数量可以增减，一般来说，大学规模越大，委员会的数量也越大。委员会的目的就是力求董事会只管该管的事，把不该管的事交给校长及其管理人员去做。

### 【案例 5.3】芝加哥大学董事会的委员会<sup>①</sup>

芝加哥大学董事会下设 13 个常设委员会，分别为执行委员会、审计委员会、学校规划和设施委员会、社区和公民事务委员会、薪酬委员会、发展和校友关系委员会、财务规划委员会、投资委员会、医学中心执行委员会、学生和校园生活委员会、董事职权委员会和大学合作委员会。委员会成员由董事会年在会上任命，任期到下一届年会终止。在常设委员会已经连任 5 期

---

<sup>①</sup> 资料来源：蒋桂先．美国大学董事会的运作及特点——以芝加哥大学为例 [J]．董事会，2007（8）：51—54.

(每期一年)的,不得在委员会再接受任职,委员会的空缺由董事会在常规会或者专门会议上选举。

正是得益于董事会制度的高效运作以及完善的董事会—校长—评议会权力制衡结构,美国的高等教育在世界上处于领先地位。所以,董事会在美国高等教育中的地位或作用,正如卡内基教学促进基金会在《校园的控制:关于高等教育管理的报告》(1982)所指出的那样:“董事会构成了美国高等教育管理结构的基石。”<sup>①</sup>

### (3) 董事会制度是内部生长、市场选择的结果

从世界范围来看,董事会制度是伴随着企业形态的发展,自发生长出来,又不断进化成现代公司治理制度的核心。

世界上最早的企业形式是业主制和合伙制,其主要特点就是出资人要对企业的债务承担无限连带的偿还责任。在这些企业中,是不可能出现董事会制度的。由于分散投资的风险太大,投资失败不但可能使出资人血本无归,而且最后还要承担过多债务,把自己的个人财产全赔进去。在这种情况下,出资人就不可能对一个企业投资过多,更不可能分散投资。出资人会控制企业的规模,尽量使得自己或家族的人将企业的事情管起来。因此,在业主制和合伙制下,企业不可能做大,而且出资人既当老板又当经理人,这个时候是不需要董事会制度的。

随着殖民统治的发展,业主制和合伙制企业已经不能满足统治者殖民扩张的需求,这个时候就出现了有限责任的企业形态。19世纪初,美国和英国纷纷制定了有关设立有限公司的法规。从这个时候起,以资本联合为核心、具有现代意义的公司制企业开始在英美等国发展起来。

---

<sup>①</sup> 蒋桂先.美国大学董事会的运作及特点——以芝加哥大学为例[J].董事会,2007(8):51—54.

公司制企业包括有限责任公司和股份有限公司两种类型的公司，尽管有限责任公司和能够上市的股份有限公司有很大的差异，但公司制企业的一个共同之处就是股东只承担有限责任。有限责任是企业发展史上最伟大的创新之一，有限责任使得企业做大做强成为可能，也使得现代资本市场得以建立。没有有限责任，在无限责任下，谁敢和陌生人共同成为一家公司的股东？正是因为有了有限责任，才产生了几万乃至几百万、上千万股东共同拥有的现代大型企业，也才有了各国的股票市场和资本市场。

对于企业的投资者来讲，由于其只是以出资额为限度对公司承担责任，这就意味着对于公司股东而言，其个人财产不受公司偿债和赔偿的牵连。这与无限连带的无限责任制分开，股东实际上承担的是“受到限制的责任”。这种受到限制的责任给企业的投资人带来以下 3 个好处：

一是可以多元化投资，实现最优的风险决策。在无限责任下，每笔投资都需要其家庭财产承担无限连带赔偿，越分散的投资就给投资人带来越大的风险。而在有限责任的公司制下，投资人的投资风险大大降低了，投资人的每笔投资和其他财产都没什么关系，不受其他公司债务的牵累，分散组合投资成为一种最优的投资选择。

二是扩宽了融资渠道并且降低了企业的融资成本，增加了企业做大的可能性。企业规模增长的一个前提条件就是有大量资金的投入，无限责任制下想把企业规模扩大几乎没有任何可能性，因为在合伙制企业的资金投入主要靠出资人个人出资或者靠企业慢慢自我积累，这种情况下要将企业做大基本上是天方夜谭。而作为有限责任制的公司制企业不仅可以从银行贷款，还可以在股票市场发行股票和在债券市场发行债券，大量融集资金的行为才可能发生，这样企业规模才可以快速做大。

三是促进了人力资本专业化、纵深地发展。企业规模的扩大，就会导致管理的复杂性越来越高，而且管理复杂性的增长速度比企业规模的增长速度要

快得多。随着企业的快速发展，企业的投资人管不过来了，而且由于只承担有限责任降低了赔偿风险，他就会雇用职业经理人来替自己工作。这就造就了经理人才市场，从而促进了人力资本专业化、纵深地发展。

但是，任何事情都是有利就有弊的。有限责任的公司制企业在带来如上好处的同时，也带来以下两个比较麻烦的问题：

一是有限责任降低了分散投资的风险，但是如果缺乏必要的约束，有限责任也会刺激股东过度的冒险行为，以“有限的损失”博取“近似无限”的利益，甚至成为控股股东掠夺小股东或债权人利益的工具。第3章中所描述的具有复杂股权结构企业集团的控制性股东之所以敢“黑”其他股东，实际上就是利用有限责任原则为自己的剥夺行为创造了“防火墙”，把自己保护在有限的损失之内。这个问题必须达到有效解决，否则有限责任就不是在促进企业真正发展，而是被股东用于冒险和掠夺的工具。

二是有限责任在促进职业经理出现的同时，也会带来大量的经理人道德风险问题。企业规模扩大，自己顾不上管了，股东就只能广泛地雇用经理人，并将部分或全部企业的经营权授予经理人。掌握对企业实际控制权的经理人由于自身的利益诉求和股东不一致，就会导致其偷懒、管理腐败、在职消费和短期行为等经理人道德风险行为。需要注意的是，企业规模越大，股权越分散，经理人的道德风险问题就越突出。这就带来了一个新的问题，如何才能使得股东“放心”地雇用经理人？

而在无限责任的合伙制企业向有限责任的公司制企业转变过程中，出现了诸多新的治理和管理方法，其中最有效率的莫过于董事会制度。正是在这样的背景下，法律将“董事会制度”引入解决有限责任所带来的这两个问题。

公司制企业中，法律上“董事”的引入，就是为了在提供有限责任的同

时，设立一个追究“无限”责任的通道。<sup>①</sup>一般来说，控制性股东利用有限责任对其他股东以及债权人进行剥夺的时候，其控制公司的手段往往是通过控制董事会达到其目的。作为股东，控制性股东承担财务上的有限责任，法律可能无法追究其责任。但是法律可以直接追究“董事会”“董事会成员”的责任。从这个角度来看，董事会对有限责任的公司制起着校正的作用。

在公司制企业尤其是上市公司中，董事会在公司所有者和公司控制者之间充当着杠杆的支点，把提供资本的股东和使用这些资本创造价值的经理人连接起来。董事会是有权力管理公司的少数群体（经理人）与广大、分散、相对没有权力、只是希望看到公司经营良好的群体（股东）的交叠部分。<sup>②</sup>

以美国上市公司为例，在大型的股份制企业中，高度分散的股权导致了公司的所有权与经营权的高度分离，公司的经营权实际上掌握在经理人手里，而最大的股东可能也就是持有 5%~7% 的股份，一家公司的股东也许有好几万甚至几十万，而且分散在全国或全球各地。因此股东大会召开的成本是巨大的，所以依靠频繁召开股东大会来直接监督他们所雇用的经理人是不可可能的。但是，股东并不是直接把控制公司的权力交给经理人，而是由股东转向董事会。所以，除了每年一次的股东年会之外，股东们就选举了常设的董事会作为他们的代理，代表他们来监督经理人，保护自己的资产不被侵害。

从逻辑上看，由于有了董事会监督经理人，防止经理人滥用股东授予的权力。股东可以更加放心地授予经理人真正的权力。董事会对于股东和经理人两股力量的协调和平衡的效力和效率，直接决定了公司的竞争优势。董事会治理的最佳效果是，在保证股东资产不被经理侵害的前提下，能够使得股东愿意继续投资，经理人愿意替股东努力工作。如果真的达到这种情况，那

---

① 仲继银. 董事会与公司治理 [M]. 北京: 中国发展出版社, 2009: 21.

② 本段内容参考引用了: 罗伯特·豪克斯, 尼尔·米诺. 高管商学院: 公司治理 [M]. 李维安, 译. 北京: 中国劳动社会保障出版社, 2004: 206.

必然会为公司、股东和经理人创造更大的共同价值。因此，董事会制度实质上是进一步扩宽了拥有财务资本的股东和拥有人力资本的经理人之间的合作边界，在抑制了经理人的道德风险之后，进一步促进了人力资本专业化纵深的发展，同时也为具有专业知识的经理人提供了一个发挥个人才能、创造价值的一个舞台。

### 5.3.2 董事会的目的是否能够实现

董事会制度对于公司制企业来说是至关重要的，企业规模越大，股权越分散，董事会的作用也越大，相应的权力也越大。那么，在企业中尝试构建一个董事会之前，有一些关键问题必须弄清楚：董事会为谁服务？董事会制度的目的是什么？独立并且公正的董事会能否建设成功？

#### （1）董事会为谁服务

董事会是股东以信任为基础，由股东会选举出来的常设机构。负责托管和经营公司资产，对公司重大问题进行决策，对经理人进行监督，目的就是在长期内使得公司价值最大化。

在国外，董事会主要是为所有的股东服务。这一点和我国上市公司的情况是不一样的。在我国资本市场上，控制性股东在绝对控股的同时，还拥有大多数的董事会席位，董事会被大股东所操控，是为大股东服务的，这是极为不正常的、违反公司治理基本原则的现象。

但是需要注意的是，在公司制企业中，“出资者”不仅包括股东，也包括债权人、经理人、员工等提供其他资源的利益相关者。公司的价值是由股东和利益相关者共同创造的，利益相关者理应分享这些他们也参与创造的价值。不同的利益主体的利益诉求是不同的，对董事会的期望也是不同的，基于这些不同的期望，判断一个董事会是不是一个好的董事会，标准也不同。因此，

董事会对谁负责的问题应这样解答：主要对所有股东负责，但同时要对所有利益相关者负责。这样的策略，使得董事会可以将社会价值最大化和股东利益最大化结合起来。只有这样，才有可能协调各方利益矛盾，以求共赢。

## （2）董事会制度的目的

董事会是受股东之托，对公司大政方针进行决策，对公司的经营过程进行监督。董事会的中心任务是要协调企业中的各种利益矛盾，并最有效率地对代理关系进行控制。为了达到这个目标，董事会就需要履行最基本的职责，即决策和监控：帮助企业做出有效的战略决策，尽可能多地为企业创造价值；同时要监控经理人，防止经理人“黑”股东问题的出现。

如果要实现董事会制度的目的，就需要建设一个对所有股东负责，独立并且公正的董事会。

## （3）独立并且公正的董事会能否建设成功

我们对这个问题的回答是：“很难，也许只存在理想状态中。”但不管怎么说，这毕竟是建设董事会的一个标准，所有国家的立法都在迫使董事会向这个目标迈进。这一点可以从促使美国董事会经历三个阶段的原因中看出来。美国的董事会制度经历了内部董事为主、外部（独立）董事为主以及委员会制度三个阶段。

第一阶段是内部董事为主阶段。这个时期比较长，大概是从18世纪董事会萌芽开始一直到20世纪70年代。这时候的董事会基本上都是企业内部人，大股东或公司经理人。外部董事也有，不过基本上都是大股东或经理人请来的，名为独立董事，实际上并不具有独立性。这一点和我国现在民营企业上市公司的董事会非常像。这一阶段的早期，是企业从合伙制向公司制转变的过程，董事会虽然以内部人为主，但是确实解决了有限责任带来的经理人道德风险问题，促进了企业的发展。但是，进入20世纪40年代以后，随着资本市场的快速发展，美国上市公司的股权越来越分散，公司的经理人就把控

了董事会，掌握了决策管理权和决策控制权。这个时期的董事会就成为经理人为自己牟取私利的工具，背离了董事会成立的初衷。

第二阶段是独立董事为主的阶段。20世纪70年代末80年代初，针对这种公司董事会和管理层相互联合起来损害股东权益的情况，美国从立法上开始真正改变董事会构成，董事会成员开始以独立董事为主。纽约证交所和纳斯达克市场所要求建立的独立董事制度是为了防止内部人控制、完善董事会的职能与结构，从而重新树立投资者的信心。在这样的历史背景下，美国上市公司董事会一个显著的变化就是用外部董事来替换内部董事，独立董事开始成为美国上市公司董事会中的主体。到20世纪末，美国大型上市公司的董事中，外部董事占到了78%。

在这一阶段，董事会构成中除了大量用独立董事替代内部董事之外，还强调了独立董事的“独立性”。纽约证交所、纳斯达克市场以及各种公司治理指引都对独立董事做出了详细的规定，要求上市公司重点审查独立董事的独立性。只有那些证明和经理人没什么关系的外部董事，才是受上市公司股东欢迎的独立董事。

随着董事会中的绝大多数内部董事被来自外部的独立董事替代之后，人们发现引入该制度的好处：董事会的独立性得到了一定程度的保证、董事会的职能得到了强化、董事会的运作相对公正了而且也比以前更加透明了。

第三阶段是董事会委员会制度阶段。光靠独立董事人数的增多，并不能够保证董事会的独立性达到股东的期望。其原因除了独立董事本身是否真正独立之外，还有一个重要原因就是独立董事缺乏一个独立自主行使权力的平台。董事会是一个会议机关，所有事情的决策都需要董事会开会按照“一人一票，少数服从多数”的原则来进行。独立董事作为个体是不能直接做出任何决策的，他必须在董事会上发表自己的意见，以影响最终形成的决策。在委员会制度出现之前，董事会一开会就是全体会议。而董事会中总有企业内部人员，

如 CEO、CFO 和 COO 都会是内部董事，开会时他们都在场，一旦董事会讨论的事情涉及他们的利益时，独立董事不会为了所有股东的利益而和内部董事撕破脸皮？因此，董事会委员会制度的出现，除了提高董事会的运作效率之外，一个主要的目的就是为了解决这个矛盾。在董事会下面设几个专门的委员会，并且规定一些涉及诸如审计经理人财务问题、确定经理人报酬、负责董事提名的审计委员会、薪酬委员会和提名委员会只能由独立董事或作为股东代表的外部董事担任成员，但应以独立董事为主，并且委员会主席必须是独立董事。这样的安排，就为独立董事创建了一个发挥作用的平台，才有可能使得独立董事真正独立。

美国董事会制度演变的三个阶段，实质上就是追求实现董事会最理想的状态：代表所有股东，独立而且公正的董事会。实事求是地说，从制度设计的角度看，历经 200 年的演化，到了委员会制度阶段，董事会制度已经很完美了，不可能再有大的变化了，但是为什么现实生活中的董事会实施起来也不太如人意呢？

这主要有两个原因：首先，董事会的成员都是人，只要是人就有贪欲，当利益达到一定程度时，即使是家境殷实的独立董事也容易被收买；其次，董事会高效运作取决于外部董事参与企业的程度，但是由于外部董事缺乏真正参与了解企业的时间，就导致对企业信息了解的缺乏，因此难以做出有效的决策。关于这两点可以从下面的两个案例中了解。

#### 【案例 5.4】安然是怎么死的<sup>①</sup>

2000—2003 年，美国出现了一系列大型上市公司的治理丑闻，其中最具

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）百度百科.<http://baike.baidu.com/view/159250.htm>；（2）聂皖生. 股票期权计划 [M]. 上海：上海交通大学出版社, 2007: 229—230；（3）编辑部. 谁揭穿了安然. 财经. 2002（1）.

代表性的是安然公司，该公司由于做假账而导致破产。

安然公司，曾是一家位于美国得克萨斯州休斯敦市的能源类公司。在2001年宣告破产之前，安然拥有约21 000名雇员，是世界上最大的电力、天然气以及电信公司之一，2000年披露的营业额达1 010亿美元之多。公司连续6年被《财富》杂志评选为“美国最具创新精神公司”，然而真正使安然公司在全世界声名大噪的，却是这个拥有上千亿资产的公司2002年在几周内破产，持续多年精心策划制度化、系统化的财务造假丑闻。安然欧洲分公司于2001年11月30日申请破产，美国本部于两天后同样申请破产保护。从这时起，“安然”已经成为公司欺诈以及堕落的象征。

从表面上看安然是由于做假账而破产的，那为什么要做假账呢，答案是股票期权惹的祸。

安然共有四种固定的期权计划，在这些期权计划中，对安然普通股股份的期权管理人员、雇员和董事会中的非执行董事授予的期权可以是激励性的股票期权或者非限制性股票期权，并且以不低于授予时的股票公平市场价值来授予。在这些计划中，安然可以授予最大期限为10年的期权。安然为2000年、1999年和1998年的限制性股票计划付出的、与收入对应的补偿费用分别是2.2亿美元、1.31亿美元和0.58亿美元。安然股票期权补偿计划的补偿成本是以这些计划中奖励授予日期的公允价值为基础确定的，安然的净收入在2000年是8.86亿美元（每股收益是1.09美元，摊薄每股收益是1.01美元），1999年是8.27亿美元（每股收益是1.08美元，摊薄每股收益是1.01美元），1998年是6.74亿美元（每股收益是1.02美元，摊薄每股收益是0.97美元）。

安然的股权激励计划本身是没有什么可谴责的，但由于其董事会、薪酬委员会和审计委员会都基本上被高管人员把控，因而在实施过程中走入了歧途。

我们知道，股票期权计划实际上赚的就是行权价和行权时股票实际价格之间的差价。为了尽可能多地获取利益，行权时的股票价格是越高越好。安

然的管理层不是以良好的业绩来拉动股价的上升，而是串通安达信做假账。1997—2001年，安然虚报盈利共计近6亿美元。而在这期间，安然的高管在不断执行他们的股票期权，赚取数以百万计的美元。安然的董事长肯尼思·莱在2000年通过执行股票期权实现了1.234亿美元的收入；安然前首席执行官杰弗里·斯基林在2000年通过执行安然的股票期权，获得6250万美元的收入。在2001年12月2日申请破产保护前的一年时间里，公司向其144位高层管理人士发放了约7.44亿美元的现金和股票，其中公司前任董事长肯尼思·莱一人就拿走了1.526亿美元。正是这些主观和客观的因素造成了公司高管人员的巧取豪夺，使得公司不堪重负，从而走入了毁灭的深渊。

在2001年里，安然的股价一路由年初的90美元下滑至破产申请前的26美分。安然的29名高管在股价最终下跌前兑现了11亿美元的期权或股份，与此相反，大多数普通股东的投资荡然无存，共损失了190亿美元，而且成千上万的安然员工失去工作，同时也失去了大部分的退休基金，大多数职工所持股票变成一纸空文，多年的心血付之东流。

在这一系列事件中，安然的董事会在哪里？安然的独立董事在哪里？安然共有17名董事会成员，其中独立董事达到15名，审计委员会中7名委员也都是独立董事，而且这些独立董事都是政界、学界、商界的知名人士。这些独立董事包括美国奥林匹克运动委员会秘书长、美国商品期货交易管理委员会前主席、通用电气公司前主席兼首席执行官、得州大学校长、英国前能源部长等社会名流。即使有这些德高望重的独立董事，也未能为安然公司的股东把好监督关。

为什么会出现这种情况下，主要原因就是安然的独立董事都被管理层收买了，都得到了安然的好处，所以倒戈转向公司管理层，对其违规行为，睁一只眼、闭一只眼，没有尽到自己的职责。美国证监会的调查发现，安然15位独立董事中有10人几乎全都有与这家公司签订过咨询合同，或者与慈善机构

有共同的联系。

其中一些独立董事的信息如下：

赫博特·维纳科，1985年加入安然董事会，任金融委员会主席。他拥有Capricon投资公司，这家公司全资控股Natco集团。2000年中，Natco集团向安然及其附属企业销售的销售额占其全部销售额的1.6%。

约翰·伊奎特，前通用电气公司高级管理人士，2000年5月加入安然董事会。安然每年支付其20万美元咨询费。

查尔斯·赖曼斯特，执行董事，薪酬委员会主席。安然对他所在的安德森癌症中心大量捐款。

约翰·曼德桑，审计委员会成员，同时也是安德森癌症中心总裁，安然在过去5年里向该中心捐助了56.79万美元。

劳德·魏汉姆，前英国下议院议员、安然董事会审计委员会成员。安然每年支付其7.2万美元的咨询费。

温迪·格雷曼，安然董事会审计委员会成员。她是联邦交易委员会成员，曾担任美国期货委员会主席。在过去3年里，安然向她所任职的乔顿马桑大学和她的研究中心捐助了5万美元。

据记录，安然在2000年共签订了7份涉及14名董事的咨询服务合同，还有多项与不同董事所在的企业进行产品销售的合同，或是向一些董事任职的非营利机构捐款。安然董事会像是一个“有浓厚人际关系的俱乐部”。不难理解，当安然将关联交易递交董事会批准时，自然容易获得通过。

当然，安然董事会的这种非独立性并不罕见，其他许多上市公司也类似。安然案例说明，在许多时候，董事会可能受到管理层的影响乃至控制，建立一个真正独立的董事会是全球所有上市公司面临的一个难题。

安然的案例告诉我们，即使在董事会制度起源地的美国，要想建立一个代

表所有股东，真正独立而且公正的董事会也是很难的。在新兴资本市场的中国，这个问题可能更严重。

### 【案例 5.5】陆家豪事件——中国独立董事第一案<sup>①</sup>

2002 年 10 月 23 日，“郑百文独立董事陆家豪诉中国证监会”一案二审在北京市高级人民法院开庭审理。这是证券市场首例真正意义上的“民告官”，也是中国“独立董事第一案”。

陆家豪本是郑州大学外语系副教授，1992 年，“郑百文”增资扩股，刚刚退休的陆家豪拿出自己所有的积蓄，买了 10 000 股“郑百文”的股票，成为了“郑百文”上万小股东中的一个。

1994 年河南省“两会”期间，身为省政协委员和民盟河南省常委的陆家豪，发表了关于股份制改造的意见，深受在座的“郑百文”董事长李福乾的赞赏。1995 年 1 月，陆家豪接到“郑百文”的聘书，被聘为公司的“社会董事”（我国当时尚未引入独立董事制度），并连续在第三届和第四届董事会中任职。

#### （1）郑百文和陆家豪受罚

1996 年“郑百文”上市，1997 年成为上市公司百强，曾被称为“全国商业批发行业龙头老大”“国企改革一面红旗的先进典型”。1999 年，“郑百文”发生巨额亏损 9.8 亿元，每股净资产 -6.58 元，被 ST。

2001 年我国证监会查实该公司存在虚增利润，股本金不实，上市后信息披露重大虚假、隐瞒大额投资及投资收益事项、配股资金实际使用情况与信息披露不符、编制虚假会计报表等重大违规行为。并在 9 月 27 日作出了处罚

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）华春．从陆家豪案二审看独立董事责任制度的完善．BBS 水木清华站，smth.edu.cn【FROM: 166.111.175.194】；（2）李振明．“花瓶董事”与公司治理．北京青年报，2002-07-22；（3）吴国舫．从陆家豪案反思独立董事制度理．检查日报，2002-11-20；（4）互联网资料。

决定，对郑百文董事长李福乾、副董事长卢一德分别处以30万元和20万元罚款；对陆家豪等10名董事处以10万元罚款。

陆家豪对此不服，曾提出行政复议，2002年3月4日证监会作出维持原处罚决定的行政复议决定。于是，4月22日，陆家豪一纸诉状将证监会告上法庭，诉讼请求撤销证监会对其处以10万元的处罚决定。北京市一中院在8月12日作出一审裁定，认定陆家豪应于4月2日前向北京市一中院提起诉讼，但陆家豪实际上是在当年4月22日向北京市一中院寄出起诉状，因此，已超过法定起诉期限，法院依法裁定驳回陆家豪的起诉。

一审裁决后，陆家豪还是不服，又于10月向北京市高院提起上诉。11月15日，北京市高院对备受关注的郑百文公司原独立董事陆家豪诉证监会一案作出驳回上诉、维持一审裁定的终审裁定。

尽管此案以陆家豪的诉讼请求被驳回而结案，但是关于独立董事制度的研究和探讨不仅不会随着案件的结束而终止，反而会在案件结束之后走向深入和细致。因为案件的结束是以认定陆家豪提起的行政诉讼超过诉讼时效而裁定驳回起诉，该案的实体问题并没有得以解决。

## （2）陆家豪不服的理由

在这个案件中，陆家豪提起行政复议和行政诉讼，要求撤销证监会对他的行政处罚的理由是：

第一，陆家豪认为自己只是“社会董事”，不是“独立董事”，只不过“是个摆设，是花瓶董事”。陆家豪说当时之所以答应李福乾的邀请，就是郑百文的领导层对他承诺不用参与公司内部的经营管理。陆家豪也承诺不领取公司的任何报酬。事实上陆家豪确实很少参与郑百文的董事会，一年召开三四次董事会，他经常有半数没有到，6年间到郑百文的次数只有十来次。

第二，陆家豪认为自己没有直接参与制作虚假材料，没有出席有些作出违法决议的董事会会议，也没有在违法文件上签字，不应当受到处罚。陆家豪

对媒体说：“凭什么罚我？郑百文造假上市的时候，我还不是独立董事，而且我没有因为郑百文造假，得到过1分钱。而作为花瓶式的独立董事，我对郑百文造假一无所知。”

第三，陆家豪认为自己对企业的经营情况不了解，无力审阅财务会计报表，对有关年度报告发表同意意见的依据是会计师提供的审计意见，因此，不应当承担与其他董事相同的责任。陆家豪曾对媒体无辜地说，“你说，当时，郑百文该有的桂冠都有了，我凭什么能够怀疑一切？再说，交易所、证监会审查过的年报，上面还有会计师的签名。我不是学财经的，在两个钟头的会议里，我能从年报里看出什么东西？我能负起这个责吗？要早知道郑百文的背景和内幕，我才不去做什么董事顾问。”

第四，陆家豪认为自己担任郑百文的董事之后，帮助企业做了一些事，比如参加会议、接待中小股东电话、书面或来访的咨询，但是却没有拿公司的任何报酬。就算是董事，也应该区别对待。陆家豪说：“我现在一个月的退休金才1600元，我从哪里能弄到这么多钱？”

### （3）陆家豪是不是独立董事

本案的一个焦点就是陆家豪是不是独立董事？陆家豪认为自己只是一个不拿津贴的荣誉性社会董事，不是独立董事。而且我国的独立董事制度是2001年8月随证监会颁布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》后开始实施的，而陆家豪担任郑百文的“社会董事”明显早于这个时间。陆家豪认为证监会不能用独立董事的要求来处罚自己。

证监会对于陆家豪是否是独立董事的态度也是模棱两可、自相矛盾的。证监会在2001年9月27日的关于郑州百文股份有限公司（集团）及有关人员违反证券法规行为的处罚决定中确实没有提到陆家豪是独立董事，只是说对“陆家豪违反证券法规的行为进行了调查”以及对“郑百文公司董事陆家豪处于10万元罚款”。但是在2002年3月4日证监会关于陆家豪行政复议的“行

政复议决定书”中多次提到他是独立董事，“作为独立董事，其……；其作为独立董事，不参加公司的日常经营管理……；在郑百文重组的过程中，已充分发挥了独立董事的作用……；本会经审理查明，申请人在担任‘郑百文公司’第三届、第四届董事会独立董事期间，没有参加……”

那么，陆家豪到底是不是独立董事呢？

陆家豪担任郑百文的董事在我国证监会实行独立董事制度之前，《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》（以下简称《指导意见》）中明确规定，对于在《指导意见》颁布前已担任上市公司独立董事的人士，上市公司应将前述材料在《指导意见》发布实施起一个月内报送中国证监会、公司所在地证监会派出机构和公司股票挂牌交易的证券交易所。那么，郑百文的材料报送给证监会了吗？关于这个问题，郑百文、陆家豪、证监会都承认材料已经报送，证监会已经批准。因而陆家豪应该是郑百文的独立董事。

#### （4）证监会处罚的依据

证监会于2002年2月作出行政复议决定：坚持认为，陆家豪作为董事，应当对董事会决议通过的有关上市申报材料、年度报告的真实性、完整性负责。不能以担任独立董事、不在公司任职、不参加公司日常经营管理、不领取工资报酬或津贴等理由主张减免处罚。

证监会对陆家豪的处罚是无可厚非的。陆家豪申诉中免责的四项理由中，最主要的就是自己五年中没有拿过郑百文一分钱，而且有半数的董事会没有参加。陆家豪的理由是站不住脚的，对于一家公众公司的董事，不管是不是独立董事，都要求尽到忠实和勤勉的义务，才有可能申请商业判断准则这一免死金牌。也就是说，不管陆家豪是“花瓶董事”还是“独立董事”，想要申请商业判断规则之前，首先要看他是否尽到了忠实义务和勤勉义务。从上述材料看，陆家豪显然没有尽到勤勉义务。

通俗地讲，勤勉义务就是上市公司的董事要把公司当成自己的企业，尽心

尽力地管理公司，帮助公司作出有效决策，帮助股东监督管理层。陆家豪缺席了近半数的董事会，可以判断他没有尽到董事的勤勉义务。这个时候，陆家豪就不能以自己“能力有限，从年报中看不出问题”来申请商业判断准则这一免死金牌。

其实，从郑百文整个事件的处理来看，有关部门已经考虑到陆家豪“没有直接参与制作虚假材料，没有出席有些作出违法决议的董事会会议，也没有在有些违法文件上签字”，因此没有追究陆家豪的刑事责任。与陆家豪同案被证监会处罚的郑百文原董事长李福乾、原总经理卢一德、原财务处主任都群福于陆家豪案二审裁定宣判前一天，被郑州市中级人民法院分别判处有期徒刑，这也从侧面体现了陆家豪没有参与制作虚假财务报告而免除了刑事责任。这种做法是正确的，因为各国公司法都规定有这样的董事免责条款：只要经证明董事在表决时曾对董事会决议表明异议并记载于董事会会议记录的，该董事就可以免除责任。因此，陆家豪对其未出席的董事会作出的违法决议以及未签字的违法文件不承担法律责任。

从感情上看，2002年已经71岁高龄的陆家豪真不容易，在郑百文先稀里糊涂地当了一回“活雷锋”，后又稀里糊涂地当了一回“替罪羊”。

有意思的是，陆家豪的败诉直接导致2002年年底许多上市公司的独立董事纷纷请辞。

陆家豪事件已经过去了11年，我国的独立董事制度是否已经走上正轨了呢？当然，这些年里，独立董事制度在我国确实已经生根发芽，有一些独立董事敢于针对大股东和经理人侵害其他股东的利益发表异议，发表独立董事意见，还有一些独立董事不满大股东和管理层的做法，愤而召集临时股东大会的，这些都是进步。

但是，我们也要清醒地看到，我国目前的独立董事整体状况并不比11年

前有质的变化：大多数独立董事还是由大股东聘请，代表的是大股东的利益，而不是所有股东的利益；很多独立董事和陆家豪一样，依然是“花瓶董事”，他们认为独立董事无非是一年开几次会，就可以拿到几万元钱的报酬，独立董事成为一个既彰显社会地位，性价比又高的一个兼职。因此，陆家豪事件依然会重演。

从以上两个案例我们可以得出结论，董事会制度的目的是伟大而且崇高的，但是现实生活中却很难实现。

虽然，建设理想中的董事会很困难。但是，董事会确实是大型企业尤其是上市公司中的有效治理制度，因此，我们还得想办法让董事会制度尽量高效一些。为了实现这个目的，第一，必须搞清楚董事会包括哪些类型；第二，为了构建一个高效的董事会，应该选什么样的人进董事会？第三，高效的董事会应该管哪些事情？第四，构建高效董事会的关键问题有哪些？

### 5.3.3 实际运作中的董事会类型

理想的董事会应该是能够高效完成董事会最基本的两个职责，即决策和监控。但是，在实际运作中，能够同时完成这两个职责的董事会少之又少，更多的能够完成监控职责就已经很不错了。根据董事会对这两个基本职责的完成情况可以把现实中的董事会分成5种类型，即橡皮图章型董事会、乡村俱乐部型董事会、股东代表型董事会、管理型董事会、治理型董事会。这5种类型的董事会特点为<sup>①</sup>：

---

<sup>①</sup> 以下关于5种类型董事会的描述是根据以下资料改写而成：（1）大卫·纳德勒·建构更佳的董事会[M]. 梁晶，等，译. 北京：中国时代经济出版社，2007：15；（2）拉姆·查然·高效的董事会[M]. 曹植，译. 北京：中信出版社，2007：19；（3）约翰·庞德·治理型公司的前景[M]. 孙经纬，等，译. 公司治理《哈佛商业评论》精粹译丛. 北京：中国人民大学出版社，2004：69—91.（4）仲继银·董事会与公司治理[M]. 北京：中国发展出版社，2009：84—95.

### （1）橡皮图章型董事会

这种董事会的存在只是为了证明公司建立了现代企业制度，公司的运作是在一个公正机构的监督下进行的。在这种董事会中，董事对董事会工作和相互间的关系并不关心，甚至有些公司连董事会都不开，把打印好的董事会决议挨个送给董事签字的同时，也同时将钱送上。

关键词：被动。大股东或管理层控制一切，董事会处于被动地位。

董事会状况：董事会会议中没有有效对话；仅对公司管理有限参与；对管理层的提议全部批准；董事容易被大股东或管理层收买。

信息结构：信息渠道不畅通，大股东或管理层牢牢掌握信息来源。

董事来源：大股东或管理层的代表。

董事对董事会工作的关注程度：低。

董事对董事间关系的关注程度：低。

董事会的可信度：低。

适用企业：无。

### （2）乡村俱乐部型董事会

这种类型的董事会对董事间相互关系非常看重，但是却不关注董事会的工作。董事大多是大股东或 CEO 找来的哥们，董事往往容易被大股东或管理层收买，听命于大股东或管理层，成为他们掠夺其他股东利益的工具。美国很多被经理人控制的董事会就是这种类型，比如安然公司的董事会就是一个乡村俱乐部型的典型代表。

关键词：被动。董事容易被大股东或管理层收买。

董事会状况：董事会会议中的对话涉及不到公司的实质问题；难以参与公司管理中；对管理层的提议全部批准；董事容易被大股东或管理层收买。

信息结构：信息渠道不畅通，大股东或管理层牢牢掌握信息来源。

董事来源：大股东或管理层的代表。

董事对董事会工作的关注程度：低。

董事对董事间关系的关注程度：高。

董事会的可信度：低。

适用企业：无。

### （3）股东代表型董事会

在这种董事会中，董事是股东们派出的代表，大家并不关心董事间的相互关系，只关心各自代表的股东或利益相关者的利益。这种董事会开会的时候，总是在争吵，董事会成为公司政治斗争的场所。小公司采用这种类型的董事会，可能还能解决股东之间的利益冲突和意见分歧。但是，对于股东人数较多的尤其是上市公司，董事会一定要避免这种类型的董事会出现。一旦上市公司的董事会成为股东代表型董事会，那么董事会一开大家首先想的就不是如何帮助企业作出有效决策以及有效监控经理人，而且代表各自股东争权夺利。我国很多上市公司的董事会都是这种类型。

关键词：争权夺利。董事会不可避免地成为公司政治斗争的场所。

董事会状况：董事会能代表各自股东的利益说话，但总是分歧很大；对管理层提议的审批结果是公司政治斗争的体现；董事会因利益冲突而妥协。

信息结构：能得到信息，但是信息不充分、不及时而且混乱。

董事来源：股东或利益相关者的代表。

董事对董事会工作的关注程度：高。

董事对董事间关系的关注程度：低。

董事会的可信度：一般。

适用企业：刚刚建立董事会制度的、股东人数较少的非上市公司。

### （4）管理型董事会

这种类型的董事会基本上能够完成董事会的监控职责，具体表现为董事会的职能是聘用高层管理者、监督他们并且在他们无所作为的时候解雇他们。

这种类型的董事会体现了董事会作为股东“看家狗”的角色，已经算是不错的了。但是董事们不关心董事会的战略决策职责，过多的看重董事会的权力而忽略了董事会应该保证更有效的决策。这就使得除非经理人明显失败，否则董事不会对战略问题发表意见。

我国和美国的很多上市公司的董事会都属于这种类型。管理型董事会还可以细分为救火型董事会和基本尽职型董事会。救火型董事会就是指平常不管事，只有在公司出问题，董事会才频繁召开高强度的会议，倾注大量精力处理公司面临的危机。基本尽职型董事会比救火型董事会效率要高，参与公司的管理程度也深，管理型董事会更多的也指的是这种类型的董事会。

关键词：干预、审批。

董事会状况：董事能够畅所欲言，但存在分歧；过于关注琐事，受例行工作问题的影响较大；拥有足够的权力控制 CEO 和管理层的业绩考核；董事会具有独立性，以保证 CEO 和管理层得到公正的考核，并且董事不会因利益冲突而妥协或被管理层收买；初步建立了有效的董事提名和选聘程序；愿意并能够参与改善公司的管理。

信息结构：董事会能得到所需要的大部分信息，力求公司透明，但存在阻力；董事能够初步理解公司的核心和实质问题。

董事来源：专业化人士，“内部董事 + 外部董事 + 独立董事”，以独立董事为主。

董事对董事会工作的关注程度：高。

董事对董事间关系的关注程度：高。

董事会的可信度：好。

适用企业：非上市公司；不需要经常作出战略决策的上市公司。

#### （5）治理型董事会

治理型董事会是董事会制度的最高境界，这种类型的董事会能够很好地完

成董事会的决策和监控两个基本职责，而且它的核心不是强调权力而是保证有效地做出决策。在这种类型的董事会模式下，董事会和管理层能够真正在战略决策上真正合作，而且双方能经常寻求股东的参与。

对于董事会来讲，决策和监控是其两大基本职责。监控经理人是董事会最基本的要求，但是只做到这是不够的。董事会必须关注战略决策，这也是董事会最能为公司增加价值的角色。董事会和董事经常要在监控和决策问题之间均衡使用时间和经历，监控是检查企业的过去和现在是否遵守规则类的问题，而决策是塑造企业的未来。这两个职责实际上就是开源和节流的问题，对企业都很重要，缺一不可。但在实际运作中，因为监控相对来说比较容易实现，董事会和董事就会对公司过度监管而忽略对公司绩效的关注，变成管理型公司。

理想的董事会是治理型董事会。治理型董事会也关注监控问题，但是他们追求的是少而精、能够真正执行的管理制度。在遏制了经理人的道德风险问题之后，治理型董事会更加关注为企业未来带来效率和效益的决策问题。董事会能够帮助管理层制定最佳决策，能够创造一个董事会、管理层、股东都参与决策的平台。治理型董事会的核心不在于只是监督经理而在于改善决策，目标是降低发生错误的可能性和加快纠正错误的速度。

美国一些少数公司治理结构较好的大型上市公司的董事会属于这种类型。

关键词：参与。

董事会状况：在重大决定或行动过程中，与 CEO、管理层和股东一起合作，提供自己的判断和建议，支持有效的决策和纠正错误的政策；董事之间团结合作、相互尊重和信任；董事之间以及董事和管理层、股东之间能积极对话，在重要问题上能取得一致意见；承担起对 CEO、管理层的方向指引和行为监督双重责任；对董事会成员的行为规范有规定，董事会和 CEO 之间的职责清晰明确；董事会关注的重点往往集中在一些能够增加公司价值的问题

上；董事会每年都有自我评估，自我评估结果能够促进董事会工作的改进。

信息结构：董事会获得的信息充分、及时、定期而且容易理解；董事会拥有支持公开讨论和使董事会成员获得信息和适应股东需要的程序；董事能够及时深入地理解公司事态。

董事来源：专业化人士；以独立董事为主；董事都拥有足够的专业知识，如关于核心行业和金融财务的专业才能，使得董事会能够为公司的决策过程增加价值。

董事对董事会工作的关注程度：高。

董事对董事间关系的关注程度：高。

董事会的可信度：非常好。

适用企业：理论上适用于所有企业，实际上比较适合股权比较分散、管理比较规范的上市公司。

以上 5 种类型董事会都是现实生活中存在的，橡皮图章型董事会和乡村俱乐部型董事会肯定不是我们需要的，但是，理想中的治理型董事会不是一天就能建立起来的，需要一个过程。

对于我国企业来讲，企业刚开始成立时一般没有董事会，当企业想要在资本市场上进行投融资，或者是企业从“人管人”到“制度管人”的转变时，这时候就需要一个董事会。如果一步到位建立个治理型董事会从理论上讲是完美的，但不切实际。本书的建议是，最先建立一个股东代表性董事会，股东们组建熟悉董事会制度的运作规律；上市后，将董事会演变为管理型董事会；上市一段时间后，股权不再集中，而且公司的各种管理制度也比较规范了，这时就必须将管理型董事会演变为治理型董事会。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 关于董事会制度在我国企业中的具体应用，会在第 6 章中重点讨论。

### 5.3.4 什么样的人可以做董事

董事会作为一个会议机关，高效与否的一个主要原因，取决于由谁构成董事会。高效董事会一般有以下4个特征：

- 董事都是专业人士，能够对管理层提供决策帮助并且能够对管理层进行有效监督；
- 董事会中外部董事、独立董事占大多数；
- 董事都能尽到忠实义务和勤勉义务；
- 商业判断准则使得有能力成为董事的人愿意成为董事。

#### （1）内部董事、外部董事与独立董事构成三位一体的董事会

这个标题也可以改为“执行董事、非执行董事和独立董事构成三位一体的董事会”。在释疑标题的含义之前，有必要对“内部董事与外部董事”“执行董事与非执行董事”以及独立董事做一个简单的名词解释。

“内部董事、外部董事”是美国人的称谓。美国学者都按照董事的来源，把董事划分为内部董事和外部董事。这里的内外不是根据是否是股东来划分，而是根据是否在公司任职来划分。在公司任职而担任董事的，无论是高管还是普通员工，都称为内部董事。担任董事而不在公司任职的，叫作外部董事。

外部董事中也有两种人。一种是股东及其代表，股东要么亲自担任董事，要么让自己的子女、亲戚或同学、朋友担任董事，他们主要代表的是股东的利益，这种董事又称为“非独立的外部董事”；另一种董事在人际关系和经济关系上和管理层、大股东没什么关系的，这种董事被称为独立董事。

“执行董事、非执行董事”是英国人的称谓。英国人所说执行董事就是指在公司任高管的董事，如果一位董事同时不担任该公司的高管职务就叫作非

执行董事。非执行董事当中人际关系和经济关系上和管理层、大股东没什么关系的，这种董事也被称为独立董事或非执行独立董事。

可见，英国的“执行董事”基本上等同于美国的“内部董事”，“非执行董事”基本上等同于“外部董事”。不同的是如果公司的较低级管理人员或一般员工是董事，那么在美国他是内部董事，在英国他是非执行董事。独立董事的含义在两个国家都是一致的。

为了建立一个能代表所有股东，独立而且公正的董事会，从董事会人员构成来看，独立董事的数量应该占据多数。但是这并不意味着董事会的人员构成中全部都是独立董事最好，除独立董事之外，董事会还需要内部董事和作为股东代表的非独立外部董事。其理由是，内部董事一般都是 CEO、CFO、COO 等执行董事，他们作为董事会成员的作用有两个：首先，他们作为劳方的代表，在董事会决策过程中能够反映劳方的利益诉求；其次，他们是董事会和管理层的桥梁，作为董事会成员，他们能够使得董事会的决策更加科学，易于执行，否则，就会形成董事会的决策时一回事，管理层的执行优势另外一回事。

非独立的外部董事一般都是大股东或企业创始人的代表，作为董事会成员的好处也有两个：首先，在董事会决策中能够反映大股东的利益诉求，避免挫伤大股东投资的积极性；其次，大股东或企业创始人对于公司未来的发展一般看得比较远，由他们作为董事会成员，就可以避免董事会决策的短视问题。

但是，如果董事会大多是由内部董事和非独立的外部董事构成，就会使得董事会成为大股东或管理层进行利益掠夺的工具，因此，董事会中必须要有数量占多数的独立董事。独立董事占董事会多数席位的好处有两个：首先，独立董事可以以独立、自由的角度审查公司的管理决策、评估公司绩效和监督管理层和大股东的行为，董事会的监督职责主要就是由独立董事来实现的；

其次，独立董事不仅仅是公司聘请的“警察”，一般上市公司聘请的独立董事都是在企业管理、财务管理、会计审计、金融运作、商业模式创新、公司治理等方面有着丰富经验的专家，他们的外部专家视野能对董事会的决策给予有效的帮助。

独立董事代表的是所有股东，他们需要关注各种利益冲突比较突出的领域。在董事会中，独立董事在讨论以下 7 个方面议题的时候，要发表重要的意见：

- 战略计划的审查与实施；
- 投融资与战略计划匹配的决策；
- CEO 的任免、考核与薪酬；
- 管理层的股权激励计划；
- 利润分配方案或亏损弥补方案；
- 会计政策的选择；
- 财务信息的评估及其对外披露的批准。

独立董事在这董事会讨论以上 7 个方面的议题时，要敢于质疑提案所依赖的假设和前提，不仅要体现监控的职责，保证股东资产的安全，更重要的是要体现决策的职责，帮助董事会作出有效的战略决策并使之能真正落地。

因此，在构建一个高效的董事会中，内部董事、外部董事和独立董事一个都不能少，他们共同构成一个三位一体的董事会。只不过独立董事在数量上占多数而已。

### （2）董事的任职资格

董事会是一个会议机构，高效的董事会依赖于每位成员高效的工作。所以，建设高效董事会的第一步就是要将合适的人选进董事会，使董事会作为

一个整体能够很好地完成决策和监控这两个基本职责。那么，什么是“合适”的人呢？综合各种公司治理机构和各种机构投资者要求，以及成功董事会的实践经验，一般都要求董事会成员都是在责任心、知识与经验、判断力、时间和精力以及协作精神等方面能达到如下要求的专业人士。

**正直和责任心。**正直和责任心考察的是董事候选人的品质，也是董事的职业素养的体现。由于希望董事在董事会的决策和监控中是客观和公正的，独立董事更是要求其在董事会中的意见建立在判断的独立性上，因此董事候选人是否具有正直和责任心就显得非常重要。一个董事，如果缺乏正直和责任心，那么即使是独立董事，也存在较大可能性被管理层或大股东收买。因此，在寻求董事会成员的时候，应该重点考虑那些在个人和职业行为中至少表现出具有正直和责任心，并且能为自己在董事会中所发表意见负责的候选人。

**知识和经验。**董事的知识和经验必须满足公司所面对的战略和监控问题的需要。今天的公司治理环境非常复杂，一个人或者一个小团队不可能解决董事会所面临的所有问题，这就需把具有不同知识和经验的人组织起来，使得他们各自的专业知识和阅历背景能够形成有效的互补，使得董事会整体具备领导和管理公司所需要的广泛的专业技能。

董事会需要的专业知识和经验，一般包括战略管理、财务管理、会计审计、商业模式创新、投融资、公司治理、股权激励、法律和专业技术等方面的知识和经验。当然，这并不是要求每一位董事都必须同时具备以上各个方面的专业知识与经历，但每位董事至少应该是上述的某一方面的专家或某一技术领域中的专门人才，并且还需要有足够的实际工作经验。需要指出的是，对于上市公司的董事而言，财务知识是必需的，每个董事最起码的财务知识要求就是要会读资产负债表、利润表和现金流量表，应基本了解用来评估公司业绩的财务指标和其他 KPI 指标。

国外的一些高效的董事会常常应用一种简单的专业知识矩阵来识别董事会

所需要的知识和经验。具体做法是，将董事会所需要的知识和经验作为一个轴，将现有董事会成员的知识和经验作为一个轴，这就可以很容易看出在董事会和董事会下设的委员会中，董事们是否具有合理的知识组合，而且也很容易识别出董事会专业知识的缺口。再综合考虑人员退休等原因，就可以知道董事会需要的新鲜血液是什么样的人才。

**敏锐的判断力。**董事面临的商业环境是复杂的，需要在董事会中处理的事情也是多样的。董事需要评价公司的战略、商业模式、投融资等关键问题，而且还要客观、正确地评价管理层的业绩并对他们做出有效的股权激励。同时，董事还要了解公司的运作是否遵纪守法，对公司的社会责任保持敏感，对快速变化的商业环境、技术环境、市场趋势和机会保持足够的警觉。董事要做到这一点，除了专业的知识和经验之外，还必须具有敏锐的洞察力和判断力，能够在多变的环境中对复杂问题提供明智的、深思熟虑的解决方案。

**协作精神。**董事会是一个集体决策的会议机构，因此，董事会注重的是团队的绩效，而不是个人的绩效。这就要求每个董事会成员都具有团结协作的精神，不但自信负责，而且愿意配合其他董事会成员，并愿意在董事会上公开讨论一些尖锐的问题。这就需要每个董事具有倾听他人意见的开放态度，以及出色的沟通能力。

团结协作的精神对于独立董事更为重要，董事会是一个整体，独立董事不能为了“独立”而“独立”。不能仅仅为了证明自己的独立性，而总是怀疑管理层和非独立外部董事有问题，并在每次开会的时候对他们的提案唱反调，每次会议中都与所有的执行董事处于对立的立场。如果这样，独立董事就偏离董事会制度的初衷了。独立董事在一些涉及重大利益的情况下，特别是具有潜在利益冲突的情况，诸如在讨论管理层的薪酬、CEO的考核与任免以及公司控制权变化等的时候，要保持独立性，敢于质疑管理层制定的议案，发

表重要的独立意见。在一般情况下，独立董事主要是要发挥其具有外部视野的专家价值，积极主动地和其他董事一块作出有效的战略决策。

**时间和精力。**高效董事会的运作依赖于作为股东代表的非执行董事和独立董事。非执行董事和独立董事这些外部董事必须有足够的时间用于熟悉公司的基本情况和准备董事会会议及指定的委员会会议，而且在公司出现危机的时候，还需要这些外部董事投入大量的时间和精力。但是，非执行董事和独立董事都是兼职的，都有本职工作要做，而且一般一个外部董事还会同时兼任几家公司的董事。这样，必然就会导致外部董事对每家公司董事会投入的时间和精力是有限的。因此，各国的监管部门都纷纷要求独立董事不能兼职过多，比如我国证监会就要求一个人最多只能同时兼任 5 家上市公司的独立董事。

制约外部董事发挥作用的一大瓶颈就是时间问题。一个董事会每年要开 4~7 次全体会议，各个委员会也要单独开会，一般审计委员会一年也要开 7 次左右的会议，薪酬和提名委员会要开 2~3 次会。每个董事在每次会议上和会议前后花费的工作时间按两个工作日计，一个合格的董事至少要在一家董事会花费 100 小时的工作时间。但是，如果一个外部人兼任的董事过多，怎么可能拿出那么多的时间？

### 【案例 5.6】大学教授违规身兼六家上市公司独立董事<sup>①</sup>

2012 年，关于我国上市公司独立董事的新闻不断，5 月底开始热炒中国 A 股“最牛独董”徐经长的新闻。

徐经长是中国人民大学商学院会计系副主任、EMBA 中心主任、教授、博士生导师。在 2011 年年底各上市公司的报告中，他同时现身北京城建、荣

---

<sup>①</sup> 资料来源：陈春林，人大教授违规身兼六家上市公司独立董事，扬子晚报，2012-05-24。

之联、宝莱特、全聚德、北新建材独立董事名单，2012年奥康国际的独立董事名单中又出现了他的名字。一身兼任6家上市公司独立董事，创A股之最。不过，按证监会规定，独立董事兼任的上市公司最多不得超过5家，而徐经长却隐瞒自己兼任6家独立董事的事实。而且，徐经长任独立董事的上市公司北新建材董事会多年未改选，作为独立董事的他，未尽到监督上市公司之责。

为了确保独立董事有足够的时间和精力有效履行职责，证监会在2011年颁布实施的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中，规定兼任独立董事的上市公司不能超过5家。但在上市不久的奥康国际招股说明书中，并未公告徐经长是北京城建独立董事，只说是北新集团、全聚德、宝莱特、荣之联以及奥康公司的独立董事。

而北京城建披露的2011年年报显示，徐经长在该公司独立董事的任期至2012年6月30日，徐经长除因公务未能出席北京城建于3月29日召开的董事会议外，也没有相关辞职信息。换句话说，徐经长有意无意地向公众隐瞒了身兼6家上市公司独立董事这一真相。

商学院的教授工作繁忙，有本科生、研究生、MBA、EMBA的教学任务，还要指导硕士生和博士生，还要做课题。哪有时间每年再拿出600个小时的工作时间来完成6家上市公司的独立董事工作呢？

我国《公司法》规定，董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过3年。北新建材《公司章程》也规定，董事由股东大会选举或更换，任期3年。但目前北新建材第四届董事会任期已届满，却仍未改选董事会。更为奇怪的是北新建材第三届董事会，从2003年6月28日起到2008年7月21日第四届董事会产生，期间竟长达5年。同时证监会还规定，独立董事连任时间不得超过6年，而北新建材的另一名独立董事郑某从2003年起一直担任独立董事，至今已近9年。

按照证监会的规定，在公司出现违法或违规的情况下，独立董事具有提议召开临时股东大会的职权。但是针对以上情况，北新建材的独立董事徐经长却没有提议召开临时股东大会依法改选第四届董事会。从这一点来看，徐经长没有尽到独立董事监督的职责。

从上面的案例可以看到，虽然独立董事制度在我国已经建立很多年，但是不少独立董事还是像前述案例中的陆家豪一样，只是一个花瓶董事。当然，比陆家豪强的是，每年每家公司加起来还有几万元的董事津贴，加起来兼任5~6家公司的独立董事，每年也可以有几十万元的进账，对当事人是个不错的东西。当然，这样的董事会显然不是我们所期望的。

一个外部董事真正做到对企业的尽职尽责，一定不能兼任过多的董事。一般来说，建议外部董事兼任的公司数最好是2~3家。否则兼职过多，必然会影响其参与任职独立董事公司的决策和了解信息的时间以及分散其精力。当然，到底兼任几家，还取决于其本人本职工作的繁忙程度和个人健康状况。如果本职工作太忙或个人体质不好，哪怕做一家公司的独立董事也是不合适的。

### 5.3.5 董事应尽的义务

法律赋予了董事代表公司管理企业权力的同时，也给了董事一定的报酬和较高的社会地位，但是为了防止董事滥用权力，以及不尽职的情况发生，各国公司法都相应规定了董事必须尽到的义务。从制度设计的角度来看，这也是为了实现权力和责任的对等。

大陆法系和普通法系对董事法律地位和权力的规定不尽一致，但是对董事义务的要求却基本一致，认为董事不管是内部董事还是外部董事或独立董